



V JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA

LA CRISIS GLOBAL COMO CRISIS DEL
PENSAMIENTO ECONÓMICO

OJOS BIEN ABIERTOS: LA CRISIS FINANCIERA DE EEUU

CÉSAR FAILACHE

23, 24 Y 25 DE AGOSTO DE 2012 - FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES | ARGENTINA

Ojos bien abiertos: La crisis financiera de EEUU.

Ec. César Failache¹

Resumen

La crisis por la que atraviesan los países capitalistas centrales está en pleno desarrollo, y aumenta la preocupación por sus impactos en la región latinoamericana. ¿Cuáles medidas económicas son pertinentes para suavizar su impacto? Con la mira puesta en la pregunta, el presente trabajo se concentra en explicar que pasó en EEUU en 2007-2008. En la primera parte del trabajo se presenta un resumen del "Informe Final de la Comisión Nacional sobre las Causas de la Crisis Financiera y Económica de EEUU". En la segunda parte se contrasta el objeto y la metodología de estudio de la Comisión con tres modelos explicativos respecto a las causas de la crisis: el modelo "pragmático" del BPI (Banco de Pagos Internacionales), el modelo "keynesiano-minskyano" de L. Randall Wray, y un enfoque "regulacionista" en la versión de la crisis de A. Orléan. El trabajo culmina con un Final de conclusiones y reflexiones sobre los aportes de estos trabajos, para tener los ojos bien abiertos frente a la crisis.

¹ Profesor Adjunto de Crecimiento y Desarrollo Económico en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República (UDELAR) de Uruguay, cfailache@gmail.com.

Primera parte: La descripción, explicación e interpretación contenida en el Informe² Final de la Comisión sobre la Crisis Financiera y Económica de EEUU.

En la sección 1 se establece una breve reseña respecto a la creación y constitución de la Comisión. En la segunda sección se presenta un resumen del Informe en Mayoría, centrado en la descripción y explicación que propone de la crisis, para considerar en la Sección 3 los principales argumentos de los informes en minoría. Se concluye la Primera parte con un Intermedio de síntesis y preparación de la Segunda Parte.

1. Constitución, integración y finalidad de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera.

El 20 de mayo de 2009 el Presidente de los EEUU B. Obama firmó la ley 111-21 que establece en su sección 5 (a) la creación de una Comisión de Investigación de la Crisis Financiera para examinar las causas, internas y globales de la crisis financiera y económica en el país³. En el apartado (c) de la Ley se establecen las funciones de la Comisión, a saber (1) el examen de las causas de la crisis, (2) las causas del colapso de cada una de las grandes instituciones financieras que quebraron o hubieran quebrado de no recibir asistencia excepcional del Gobierno durante el período que comienza en agosto de 2007 y finaliza en abril de 2009, (3) elaborar un informe a ser entregado antes del 15 de diciembre de 2010, (4) denunciar ante los Fiscales los casos de violación de la ley, y por último (5) revisar los informes de entidades gubernamentales referidas a la crisis.

Importa destacar que en la ley se establece que la Comisión investigue 22 temas (ver Anexo) que refieren al desempeño macroeconómico de la economía de EEUU, a la estructura y modalidades de funcionamiento del sistema financiero, al comportamiento de los reguladores, a las agencias calificadoras de riesgo, a los intermediarios financieros privados y a las empresas patrocinadas por el estado, poniendo énfasis en distintos aspectos de la "corporate governance" y posibles abusos y fraudes cometidos en el sector financiero.

² The Financial Crisis Inquiry Report (2011). Final Report of the National Commission on the causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Official Government Edition, January 2011.

³ Establece también su integración: 3 miembros designados por la mayoría del Senado y 3 designados por la Presidenta de la Cámara de Representantes, 2 miembros designados por la minoría líder del senado y 2 por la minoría líder de la Cámara de Representantes. Los elegidos no deberían ser miembros del Congreso, ni empleados del Gobierno federal, estatal o local, pero deberían ser ciudadanos con reconocimiento nacional y experiencia en temas bancarios, regulatorios, impositivos, financieros, económicos, de protección al consumidor y de vivienda.

2. La explicación de la Comisión en mayoría.

La Comisión culmina su tarea con un extenso Informe de 633 páginas con las conclusiones en Mayoría⁴, más dos informes de desacuerdo⁵. El cuerpo principal del Informe se compone de 5 Partes. En la Parte I se señalan los aspectos más destacados de la actividad económica que alertaban sobre la inminencia de la crisis para profundizar en la Parte II sobre cuatro desarrollos financieros claves para explicar las causas de la crisis: el sistema bancario paralelo, el proceso de titularización, la desregulación del sector financiero y el crecimiento de las hipotecas no tradicionales. La Parte III relata la fase de euforia y la posterior depresión y en la Parte IV se exponen los acontecimientos de los años 2007 y 2008. Por último en la Parte V se presentan “las secuelas” económicas y el contencioso jurídico.

La explicación de la Mayoría parte de identificar la burbuja de precios en el sector inmobiliario de la vivienda como el objeto de estudio, ya que se concluye que la crisis resultó de la caída de los precios. Luego pasa a considerar cómo el sector financiero de EEUU crea las condiciones de la emergencia de la burbuja. La explicación de la crisis contenida en el Informe en Mayoría es mucho más rica que la cadena de hechos, comportamientos, condicionamientos institucionales, regulaciones, cuya lógica se resume a continuación.

El mecanismo de la burbuja inmobiliaria. La burbuja se inicia con el aumento persistente de los precios del sector inmobiliario de vivienda. En esas circunstancias conceder un préstamos hipotecario parece no plantear riesgos de incobrabilidad para el prestamista, y puede resultar una oportunidad de realizar una ganancia para el prestatario. Pero sobre esta relación se cierne la amenaza de la reversión del alza de precios. Cualquier dificultad del prestatario para pagar sus deudas aumenta la probabilidad de pérdidas para el prestamista, especialmente cuando el valor de la garantía se vuelva inferior al valor de la deuda. Esta amenaza pone en duda la capacidad de los intermediarios financieros para absorber las pérdidas de las carteras hipotecarias. No se trata de un único intermediario entre un ahorrista y un comprador de vivienda, sino de una compleja trama de intermediación (un sistema bancario paralelo generador de activos financieros creados a partir de las hipotecas originarias) cuya solvencia se pone en duda. Cuando el aumento de precios del sector inmobiliario se detiene, la ignorancia respecto a la solvencia de los intermediarios que conforman la trama de intermediación comienza a transformarse en miedo. El miedo en pánico cuando comienza la vertiginosa exigencia de conversión en moneda constante y sonante de los títulos que financiaron la burbuja. Como se sabe, la destreza de los financistas es construir un sistema de deudas y créditos que economice al máximo el uso de moneda. Los que

⁴ Compartidas por P. Angelides (Presidente de la Comisión), B. Born, B. Georgiu, B. Graham, H. H. Murren y J. Thompson.

⁵ Uno presentado por B. Thomas (Vicepresidente de la Comisión), K. Hennessey y D.Holtz-Eakin, y otro presentado por P. J. Wallison.

allí participan recuerdan, de manera súbita, que no es posible acceder a la liquidez al mismo tiempo, y que de hacerlo pueden llevar a la implosión del sistema, y por contagio a la escasez de crédito que interrumpa el normal funcionamiento de toda la economía (credit crunch).

Explicar como fue posible la burbuja. ¿Cómo fue posible el aumento persistente de precios del sector inmobiliario? La Comisión señala que una causa fue la laxitud de las condiciones financieras de los años previos como resultado de la entrada de capitales a EEUU y la laxitud de la política monetaria de la FED. Pero agrega que la entrada de capitales no habría conducido a una crisis si esos excedentes hubieran tenido un destino productivo. ¿Por qué los intermediarios financieros orientaron los recursos que administraban al destino inmobiliario? ¿No se percibían los riesgos de estar alimentando una burbuja especulativa, del tipo descrita en el párrafo anterior?

El sistema financiero de EEUU y sus transformaciones como marco de la burbuja. Para responder la pregunta anterior la Comisión destaca el aumento de la vulnerabilidad de las finanzas en las últimas décadas en EEUU, debido en primer lugar al crecimiento de las deudas gestionadas por el sector financiero, que se duplican en relación al PIB entre 1978 y 2007. En segundo lugar el crecimiento se asocia a cambios en la estructura del sector financiero, con la creciente importancia de las actividades bursátiles en Wall Street y el desarrollo de instrumentos financieros innovadores carentes de regulación estatal. En tercer lugar la concentración del sistema, con 10 grandes bancos que gestionan el 55% de los activos, duplicando el nivel prevaleciente hacia 1990. El aumento de la participación en el PIB y en el empleo refleja la creciente importancia de la "industria financiera", cuya participación en el total de las ganancias del país pasa de representar el 15% en 1980 al 27% en 2006.

Primer grupo de conclusiones. Luego del maco presentado anteriormente, la Comisión en mayoría señala que el primer grupo de conclusiones atañe a la naturaleza humana y a las responsabilidades individuales y sociales.

"En primer lugar considerar que la crisis se debió exclusivamente a la codicia y la hubris es muy simplista. Fue el fracaso de no tener presente la debilidad humana lo relevante para la crisis.

En segundo lugar, estamos convencidos que la crisis fue resultado de errores humanos, apreciaciones incorrectas y delitos que resultaron en una falla sistémica por la cual nuestra nación lo ha pagado muy caro. Al leer este informe ustedes pueden encontrar a empresas e individuos específicos que actuaron con irresponsabilidad. Pero una crisis de esta magnitud no puede ser el resultado de unos pocos malos actores, y no fue el caso. Al mismo tiempo, la amplitud de esta crisis no significa que "todo el mundo fue responsable", muchas empresas e individuos no participaron en el exceso que llevó al desastre.

Nosotros adjudicamos responsabilidad a los líderes encargados de proteger nuestro sistema financiero, aquellos en los que se confió llevar adelante nuestras agencias regulatorias, y a los altos ejecutivos de las empresas cuyas quiebras condujeron a la crisis (....).

Pero como nación se debe aceptar la responsabilidad por permitir que ocurriera. Colectivamente, pero ciertamente de manera no unánime, consentimos y adoptamos un sistema, un conjunto de políticas y acciones que nos llevaron al presente aprieto.”⁶

En éste marco deben comprenderse las siguientes conclusiones:

La crisis se pudo ser evitada. El argumento de que la crisis fue un hecho sorpresivo no es aceptable, dado que existieron las siguientes señales de alerta: la insostenible suba de los precios inmobiliarios, el aumento de las deudas hipotecarias de las familias y especialmente de los préstamos con hipotecas de alto riesgo, las constataciones de prácticas crediticias de características predatorias, el crecimiento de activos financieros resultantes del proceso de titulación y de los mercados carentes de regulación como el mercado de prestamos de repos⁷ donde se negociaban estos activos, y el crecimiento exponencial en las actividades de la empresas financieras. Esto fue posible en un ambiente de “generalizada permisividad”.

Las fallas en la regulación y supervisión de los intermediarios y del sistema en su conjunto erosionaron la estabilidad de los mercados financieros nacionales. Tres consideraciones fundamentan la conclusión. En primer lugar la constatación de que “los centinelas fallaron”, ya que los reguladores debieron tomar medidas porque tenían poder para hacerlo, pero no realizaron una supervisión global de las finanzas de los EEUU. En segundo lugar se señala que la confianza en el poder auto-regulador de los mercados condujo a la permisividad. Por último que la industria financiera impulsó el debilitamiento de las desregulaciones en las instituciones, mercados y productos.

Las fallas en la dirección de las grandes empresas financieras de importancia sistémica, en particular la gestión de riesgos fue una causa de la crisis. En primer lugar se constata la preferencia por una estructura de portafolio con productos de alto riesgo, resultado de una gestión orientada a los resultados en el corto plazo, sin considerar los efectos en el largo plazo que debe apreciarse considerando las características del entorno macroeconómico de esos años. Pero también es necesario tener presente las características y los cambios “culturales” de las estructuras administrativas y de gestión de las empresas, tomando como ejemplo el caso de los grandes bancos, el informe de la mayoría destaca la cuestión del tamaño adecuado para una eficiente y responsable dirección y gestión. Por otra parte advierten respecto a las consecuencias

⁶ FCIC (2011) pp. xxii-xxiii

⁷ Ver glosario.

que tuvieron los innovadores dispositivos de incentivos para el alto mando, ligando sus remuneraciones a la evolución de la cotización bursátil de las acciones de las propias empresas.

El excesivo endeudamiento combinado con la opción por inversiones riesgosas y la falta de transparencia encaminaron al sistema financiero a colisionar. Según el Informe la laxitud en la evaluación y toma de riesgos caracterizó el comportamiento de diferentes actores. Si focalizamos la atención en las empresas se destaca el creciente apalancamiento, como ejemplo, en los 5 mayores bancos de inversión de EEUU por cada U\$S 40 de activos contaban con solo U\$S 1 para cubrir las pérdidas. Por otra parte la capitalización en 2007 era muy baja, y no se mostraban claramente las actividades “fuera de balance”, haciendo difícil a los inversionistas conocer la situación patrimonial. El Informe sostiene que estos factores aumentaron la probabilidad de una crisis, por el desarrollo de un sistema bancario paralelo⁸ y la erosión en los últimos 30 años de las medidas de protección al sistema⁹ adoptadas en la primera mitad del siglo entre las que se encontraron la asignación a la FED¹⁰ del papel de prestamista de última instancia o la separación de las actividades comerciales y bursátiles para prevenir el contagio.

Considerando el comportamiento de las familias, la Comisión señala que las familias también se endeudaron duplicándose las deudas hipotecarias entre 2001 y 2007 subiendo en montos por familia más del 63% estando estancados los salarios.

El informe concluye que el gobierno estaba mal preparado para enfrentar la crisis agravando la incertidumbre con las respuestas sin lograr detener el pánico. Los fundamentos de la afirmación parten de la consideración del comportamiento de los directores (y altos funcionarios) del Departamento del Tesoro¹¹, la Reserva Federal, el Banco de la Reserva Federal de New York¹² y los “policymakers” de EEUU quienes estaban en mejor posición para vigilar los mercados financieros.

Los principales errores a mencionar fueron en primer lugar suponer que los riesgos estaban diversificados y responder con soluciones puntuales cuando aumentó el contagio en la primavera de 2007. En segundo lugar, no se reconoció la amenaza de la burbuja: en el verano de 2007, el presidente de la FED, B. Bernanke, y el Secretario del Tesoro H. Paulson aseguraban que la turbulencia del mercado subprime¹³ podía contenerse. Días antes del colapso de Bear Stearn en

⁸ Ver glosario.

⁹ Ver la parte d de la Sección 2 de la Segunda Parte.

¹⁰ Ver glosario.

¹¹ Ver glosario.

¹² Ver glosario.

¹³ Ver glosario.

marzo de 2008 el presidente de la SEC¹⁴ señaló que estaba satisfecho con el capital de los grandes bancos de inversión.

Se menciona por último que hubo rupturas sistémicas en la responsabilidad y la ética de estos negocios. La Mayoría de la Comisión señala que en los booms especulativos se erosionan los estándares de responsabilidad y ética, y la crisis de EEUU no fue una excepción, aunque -señala la Comisión- esta erosión no fue generalizada. Un primer ejemplo, el porcentaje de deudores con incumplimientos en el pago de hipotecas se duplicó entre el verano de 2006 hasta fines de 2007, al momento que aumentaba la concesión de hipotecas, lo que lleva a pensar que un porcentaje importante de los demandantes de créditos hipotecarios no tenían la intención o la capacidad de pagar. Por otra parte el número de sospechas de fraudes vinculadas a la hipoteca creció veinte veces entre 1996 y 2005, y más que se duplica entre 2005 y 2009. Estimaciones sitúan las pérdidas por fraudes en préstamos hipotecarios realizados entre 2005 y 2007 en U\$S112 mil millones.

Segundo grupo de conclusiones. El segundo grupo de conclusiones refiere a aspectos específicos del sistema financiero que contribuyeron significativamente a la crisis.

El colapso en los estándares de concesión de los créditos hipotecarios y los procesos de titularización de las hipotecas, encendieron y propagaron el contagio y la crisis. Cabe advertir que el “contagio” en los mercados financieros se observa en el auge (la euforia) y en la caída (lo que da lugar al pánico). En el auge, el informe presenta un catálogo de la corrosión de los estándares en la concesión de hipotecas y del proceso de difusión de “productos tóxicos”, mediante la titulación que los transportaron “de los vecindarios americanos a inversores por todo el globo”.

Los mercados de derivados (OTC)¹⁵ desregulados contribuyeron significativamente a la crisis. La Comisión considera que los derivados OTC, impulsados por la supresión en el año 2000 de las regulaciones existentes, contribuyeron a la crisis por tres vías. La primera fue mediante el desarrollo del proceso de titulación de un tipo particular de derivados, los llamados CDS¹⁶, que se vendieron a los inversores como protección del riesgo de baja del valor de las hipotecas, la morosidad y/o impago de los créditos. La segunda vía está vinculada al proceso de titulación de un nuevo instrumento financiero, los CDO¹⁷, que son básicamente apuestas sobre la performance de los títulos creados a partir de las hipotecas. La tercera vía incide directamente al momento del estallido de la burbuja, cuando los participantes en el mercado constatan que

¹⁴ Ver glosario

¹⁵ Ver glosario.

¹⁶ Ver glosario.

¹⁷ Ver glosario.

quienes vendían esos productos financieros no habían constituido reservas. Eso desata el pánico.

El fracaso de las agencias de calificación de riesgos fue un factor clave en el engranaje de destrucción financiera. Las tres agencias calificadoras de riesgo fueron claves en el engranaje de la destrucción financiera, ya que los activos financieros hipotecarios contaron con su aval al alza en la fase generación de la burbuja y a la baja cuando detona la crisis.

3. Los informes de disenso en minoría.

El Informe presentado anteriormente no contó con unanimidad, sino con el apoyo de la mayoría. Los desacuerdos dan lugar a un Informe de Disenso (que llamaremos D1) titulado "Causas de la crisis económica y financiera", y a un segundo Informe de Disenso (que llamaremos D2).

3.1. El disenso 1 (D1)

De la lectura del Informe D1 surgen dos apreciaciones importantes, respecto al objeto de estudio y al método. Respecto al objeto de estudio porque propone explicar el episodio de la crisis circunscrito a un período específico pero al mismo tiempo considerándolo como una expresión particular de las crisis inmobiliarias que se constataban en otros países. Respecto al método porque la explicación se debe concentrar en identificar las causas esenciales, es decir, aquellas que den cuenta del fenómeno considerado como objeto. En base a estas cuestiones realizan críticas a las conclusiones de la Mayoría.

Respecto al objeto de estudio. Según el D1 la misión de la Comisión es examinar las causas tanto domésticas como globales de la "actual" crisis financiera y económica de EEUU, que comprende tres etapas, pero alejándose de la mayoría en cuanto a una perspectiva de más largo plazo. La primera se inicia con los "temblores" de agosto de 2007, con la posterior desaceleración económica y comienzo de recesión en agosto de 2008, junto a los problemas de liquidez y el quiebre de tres grandes instituciones financieras. Una segunda etapa caracterizada por el impacto de los acontecimientos de setiembre de 2008, con 10 importantes instituciones financieras en quiebra, próximas a la quiebra o cambiando su estructura. Estos acontecimientos detonan el pánico y que culmina con la profunda contracción de la actividad económica en los últimos meses de 2008. El objeto de estudio debe concentrarse en explicar éste proceso.

Por otra parte, y con buen criterio, se propone considerar el contexto internacional del momento, ya que se debe dar cuenta de la simultaneidad de crisis similares en otros países, y considerar a la crisis en su dimensión "global". En la sección siguiente se profundiza en este tema.

Respecto al método. El D1 sostiene la importancia de considerar las posibles causas de la crisis (tarea que realiza el Informe en Mayoría), para luego establecer una jerarquía de explicaciones que permitan arribar a las denominadas causas esenciales de la crisis.

Este enfoque descarta las explicaciones mono-causales por simplistas. En primer lugar las tesis que sostienen que la causa de la crisis fue el impacto de la entrada de capitales se rechaza, ello no determina la emergencia de una crisis financiera, pudiendo incluso ser beneficiosa. En segundo lugar las tesis que consideran que la causas fueron la política monetaria de la FED¹⁸, o la política de vivienda del Gobierno¹⁹, son rechazada porque no fueron esenciales para que ocurriera la crisis. En tercer lugar las tesis que sostienen que la regulación fue la causa, no analizan correctamente el problema, que exige considerar caso por caso la efectividad de la regulación para lograr determinado objetivos. En cuarto lugar, las tesis que sostienen que la crisis se explica por la existencia de mercados de derivados no regulados, el D1 responde que fueron solamente los derivados crediticios los que plantearon serios problemas. En último lugar las tesis que consideran la codicia del sector financiero y su influencia en Washington no son pertinentes, argumentando que la influencia del sector financiero en Washington no explica la quiebra de instituciones similares en UK, Alemania, Islandia, Bélgica, Holanda, Francia, España, Suiza, Irlanda y Dinamarca.

Para identificar las “causas esenciales” es conveniente considerar las experiencias de otros países. La crítica de método a la explicación de la mayoría de la Comisión es que adolece del defecto contrario de las explicaciones mono-causales al considerar un conjunto demasiado vasto de causas sin establecer prioridades, y sin dar cuenta de los factores comunes con las burbujas inmobiliarias en otros países. El D1 realiza una crítica a las Conclusiones en Mayoría de la Comisión por omisión de la burbuja de crédito como causa esencial de la burbuja inmobiliaria, factor común de las burbujas inmobiliarias en UK, España, Australia, Francia e Irlanda. Respecto al énfasis de la Comisión en mayoría de argumento de inexistencia o insuficiencia de regulación y supervisión de EEUU el D1 observa que en ambientes regulatorios diferentes también se observaron burbujas inmobiliarias, lo cual es considerado suficiente para descartar el factor regulatorio. Notemos, por nuestra parte que en ese caso se debe analizar el papel de la regulación con más detalle. Es también en base a la experiencia comparada de las burbujas que se cuestiona la importancia de la titularización, de los bancos de inversión y del sistema bancario paralelo como causas esenciales de la crisis. En los países donde se observan burbujas no se observó el mismo proceso de titularización en los mercados inmobiliarios que en EEUU, ni se observa la presencia de bancos de inversión y regulaciones similares a EEUU. Por último no se comparte ni la definición (por ambigua y peligrosa) ni la importancia que el Informe en Mayoría adjudica al sistema bancario paralelo.

¹⁸ Sobre esta tesis ver más adelante los comentarios a propósito de la hipótesis Taylor y las respuestas de Greenspan y Bernanke.

¹⁹ Igualmente el D1 reconoce que las políticas de vivienda estaban mal diseñadas, distorsionaron el funcionamiento de los mercados financieros e impulsaron la creación de las hipotecas de alto riesgo.

Las 10 causas esenciales. El D1 propone las siguientes 10 causas esenciales de la crisis económica y financiera.

La primera causa esencial fue la burbuja crediticia que se acelera desde fines de los años 90s tanto en EEUU como en algunos países de Europa (Irlanda, Italia, España y Portugal, salvo Alemania). La causa de esta burbuja es el reciclaje de excedentes de las economías emergentes (China y otros países del sudeste asiático) y países productores de petróleo que los envían a las economías mencionadas en la oración anterior. En estas circunstancias se observa un cambio significativo en la evaluación del riesgo de los inversionistas (repricing of risk) con la disposición a pagar un precio más alto por los activos de mayor riesgo, fenómeno del que (según D1) no se conocen con claridad sus causas. En esta línea de consideraciones el D1 toma nota del debate surgido con la tesis de John B. Taylor que considera la burbuja inmobiliaria como resultado de la política laxa de la FED y de Europa entre 2002-2006. A. Greenspan la rechaza y sostiene que los vínculos entre las tasas de corto plazo y el precio del inmobiliario son débiles para explicar los bajos precios de las hipotecas a treinta años. Por su parte B. Bernanke sostiene que la regla de Taylor es una guía muy débil para tomar decisiones de política monetaria. El D1 señala que la política monetaria contribuyó a la burbuja crediticia, como un factor de amplificación, pero no fue una causa esencial.

La segunda causa esencial es la burbuja de precios del inmobiliario. Para el D1 se habla de burbuja porque el crecimiento de precios es superior a lo que se podría explicar por los datos del mercado inmobiliario y la tendencia histórica. Siguiendo ese criterio se señala que las causas de la burbuja no se comprenden satisfactoriamente por el Informe en mayoría. Las hipótesis más comunes consideradas son: (i) el crecimiento de la población, por su efecto sobre la demanda de viviendas, (ii) las restricciones al uso de las tierras (naturales y legales), (iii) el componente psicológico característico de expectativas compartidas de aumentos futuros de precios que sostienen la euforia, y (iv) la disponibilidad de financiamiento barato. Los dos primeros factores mencionados, la población creciente y la disponibilidad de tierra, efectivamente contribuyen a explicar las burbujas del inmobiliario observadas en los "Estados de Arena", pero no explican el aumento nacional de los precios. Por ello pasa a cobrar importancia la existencia de una burbuja hipotecaria vinculada a la disponibilidad del crédito.

La tercera causa fue el crecimiento de las hipotecas no tradicionales, conformando una tercera burbuja. Se identifican los factores que influyeron en el crecimiento del crédito hipotecario, como la debilidad en la regulación de los prestamistas bancarios y no bancarios, el sistema de incentivos de los brokers hipotecarios, la especulación e ignorancia de los prestatarios que compraron por encima de sus posibilidades y no comprendieron las condiciones de sus hipotecas, y los subsidios gubernamentales. Respecto a la importancia de posibles fraudes, el Informe de D1 afirma que si bien aumentaron, la evidencia de la Comisión no parece ser suficiente para afirmar que esta fue una causa esencial de la crisis.

La cuarta causa esencial fue la falla en la calificación de riesgos y sus efectos en el proceso de la titularización, que transformaron las malas hipotecas en activos financieros tóxicos. Los errores en la calificación se observan en toda la cadena del proceso de titularización, con particular relevancia de las agencias de calificación y los inversionistas o compradores finales de dichos activos que omitieron la debida diligencia para evaluar la calidad de las inversiones. En el Informe D2 se sostiene que corresponde reconocer la responsabilidad de las personas e instituciones en estas fallas, pero ello no implica que el instrumento haya sido causa esencial, ni el sistema bancario paralelo.

La quinta y sexta causa esencial son los errores de la dirección de las instituciones financieras grandes y medianas. Por una parte la decisión de acumular activos financieros con alto riesgos y concentrados en el sector de vivienda sin atender a los riesgos potenciales que introducían en sus balances. Y ello mediante excesivo apalancamiento y sin la atenta consideración de la liquidez. La hipótesis que explica la generalización de estos comportamientos puede ser que los líderes "se conformaban a si mismos al observar que los competidores hacían lo mismo"²⁰.

La séptima causa esencial 7 fue el contagio entre empresas con vínculos financieros entre si, a los que se agrega el impacto, en todos los intermediarios financieros, del shock de setiembre de 2008 que se considera la octava causa esencial. El efecto conjunto se resume de la siguiente manera en el D2: "Si el contagio es como la gripe, un shock común es como el veneno"²¹.

La última causa esencial postula que la causa de la crisis económica fue la crisis financiera. La dificultad de encontrar financiamiento, el "deleveraging" de empresas y familias, el colapso de los mercados titularizados, la pérdida de riqueza por la destrucción de la burbuja inmobiliaria, y la caída de la bolsa llevan a la contracción del consumo, el producto y al aumento de desempleo.

3.2- El disenso 2 (D2).

Los fundamentos del disenso. Según P.J.Wallison autor del D2 las causas de la crisis del Informe en mayoría se reducen a cinco: (i) la desregulación o una regulación laxa, (ii) la codicia e imprudencia de Wall Street, (iii) la actividad crediticia depredadora en el mercado de hipotecas, (iv) los derivados negociados en los mercados no regulados, y por último, (v) un sistema financiero adicto a una excesiva toma de riesgos. Las rechaza y sostiene:

"Pienso que el sine qua non de la crisis financiera fue la política de viviendas del gobierno, que condujo a la creación de 27 millones de préstamos hipotecarios

²⁰ FCIC(2011)p.428

²¹ FCIC (2011). P342

subprime y otros préstamos de riesgo²² – la mitad de las hipotecas en EEUU- que estaban prontas para no ser pagadas tan pronto como la burbuja inmobiliaria de 1997-2007 comenzara a deflacionar”²³

Por qué descarta otros factores que explican la burbuja. En D2 se descartan los argumentos que no explican por qué fueron otorgados las 27 millones de hipotecas no tradicionales.²⁴ Considerando las causas en competencia para explicar la crisis financiera pasa revista a cada una. Comienza considerando si las bajas tasas de interés²⁵ y el flujo de fondos del exterior contribuyeron a la burbuja, concluyendo que no son suficientes. Debe tenerse presente (a) que EEUU conoció burbujas inmobiliarias (las últimas en los años 70s y 80s) que se desinflaron sin provocar crisis financiera, (b) en otros países hubo burbujas en los años 2000 que se desinflaron con pérdidas menores, (c) la razón que explica las dimensiones de la crisis en EEUU es que la mitad de las hipotecas eran subprime y de mala calidad, para cumplir con los objetivos de las políticas públicas. Sin estas hipotecas los mercados privados hubieran prevenido el desastre.

La desregulación o la laxitud de la regulación como causa de la crisis no tiene sentido, porque se afirma que en los últimos treinta años no ocurrieron desregulaciones significativas de las instituciones financieras. También descarta el sistema bancario paralelo como una causa de la crisis señalando que los grandes bancos de inversión se vieron en dificultades, pero no se puede responsabilizar a la SEC²⁶, y al hecho de que no estaban regulados como los bancos comerciales. Los problemas obedecen a la naturaleza del modelo de negocio de los bancos de inversión, basado en el trading de corto plazo y con financiamiento como los repos, lo cual los hace vulnerables al pánico.

La gestión de riesgos por parte de las instituciones financieras como causa se considera que forma parte de una explicación a posteriori, “con el diario del lunes”. Lo mismo ocurre con el proceso de titularización y creación de productos estructurados, ya que el problema no fue la titularización en sí, sino la debilidad intrínseca de los préstamos concedidos, verdaderos “activos tóxicos”. Tampoco es correcto afirmar que los CDS y otros derivados hayan contribuido a la crisis por sus “interconexiones” en el sistema financiero.

²² Ver glosario.

²³ FCIC (2011) p.444

²⁴ Ver glosario.

²⁵ En D2 se presentan los debates respecto al papel de las tasas de interés: La respuesta de Bernanke y Greenspan argumentando que la FED no tuvo la culpa, la de John Taylor adjudicando a la violación de la regla de Taylor como causa principal, los argumentos de Raghuram Rajan sobre que las bajas tasas de interés causaron la burbuja, pero que su objetivo fue combatir el desempleo más que la deflación.

²⁶ Ver glosario.

Respecto a considerar como causa de la crisis las prácticas y los préstamos predatorios, el D2 señala que no dieron lugar a un monto significativo de préstamos, y que además eran adquiridos por las agencias del gobierno o por empresas privadas que cumplían las exigencias del gobierno. Por otra parte señala que también eran predadores quienes recibían los préstamos, o tomaban las hipotecas de manera fraudulenta.

La explicación de la crisis. El D2 acota el objeto de estudio a la burbuja de las hipotecas no tradicionales y sus derivados. Respecto al crecimiento de la burbuja, señala que es imprescindible comprender que el origen de las hipotecas de alto riesgo se encuentra en la política de vivienda iniciada por el Congreso en 1992, y en vigor durante las administraciones Clinton y George W. Bush. Esta política tuvo por objetivo aumentar los propietarios a través de la reducción de los requisitos de garantías hipotecarias, financiada por los mercados de capital a través de Fannie y Freddie. La confianza de los inversores de EEUU y el resto del mundo en estas hipotecas constituyen el meollo de la crisis.

La deflación de la burbuja comienza a mediados de 2007, cuando los mercados comienzan a reconocer la baja calidad de los créditos y comienzan los problemas de liquidez. Todos los activos financieros (las hipotecas originales y sus derivados) están conectados a las variaciones del precio de las viviendas, ya que son las garantías. Esta caída del valor de los colaterales es la causa del aumento de morosidad. En el caso de los activos financieros creados como derivados de las hipotecas (PMBS) téngase presente que son especialmente vulnerables a los sentimientos de los inversores, y además se negocian en mercados volátiles y poco profundos. Por otra parte, J.P. Wallison recuerda que desde 2002 las regulaciones de Basilea inducían a los bancos a mantener activos respaldados por hipotecas preferentemente a hipotecas sin titularizar²⁷. El aumento de la morosidad e incobrabilidad de las hipotecas impactará de manera simultánea en los balances, por los criterios contables de cotización en base al valor de mercado recomendados por los reguladores.

En esas condiciones el detonante de la crisis fueron las acciones del Gobierno, creando el pánico. En aval de su argumento se cita a Kindleberger:

“La Causa remota de cualquier crisis es la expansión del crédito y la especulación, pero la Causa próxima es algún incidente que socava la confianza en el sistema e induce a los inversores a vender sus commodities, stocks, propiedades, obligaciones comerciales, o letras, y a aumentar los saldos líquidos en moneda”²⁸.

La causa remota fue la creación de las hipotecas no tradicionales, de las cuales los reguladores no disponían de información, y en las que los inversores confiaban por el respaldo

²⁷ Basilea exigía un 1,6% del capital de riesgo por los activos derivados de las hipotecas, en tanto que para el resto de hipotecas se exigía el 4%, presumiblemente por su mejor liquidez comparada con las hipotecas individuales.

²⁸ Cita FCIC (2011) en p. 482

gubernamental. Pero si el origen de la crisis es la política de vivienda, es también el Gobierno el causante del pánico. El rescate de Bear Stearns²⁹ crea un problema de riesgo moral, ya que se esperaba que se rescatara a otras instituciones en problemas. Sin embargo, cuando el Gobierno deja caer a Lehman Brothers ocurre el shock. Todo el sistema financiero se ve forzado a reconocer las pérdidas de las contrapartes para cumplir con las exigencias contables del mark-to-market, se frenan los préstamos y sobreviene la parálisis.

En síntesis. De esta manera concluye señalando que no fueron las “debilidades y vulnerabilidades” de los mercados libres o el sistema regulatorio³⁰ las causas de la crisis. En base a su diagnóstico: “Si la crisis financiera fue causada por las políticas de vivienda del gobierno, entonces la Ley Dodd-Frank³¹ es innecesaria. La opción política apropiada es reducir o eliminar la participación del gobierno en los mercados hipotecarios, y no imponer nuevas regulaciones al sistema”³².

Intermedio.

En éste final de la primera parte, y una vez presentados los argumentos de la Comisión se propone al lector considere los temas mencionados a continuación.

En primer lugar las connotaciones de la designación por del Congreso de EEUU de una Comisión designada para investigar la crisis. Al señalar cómo se crea la Comisión, las facultades que le confiere la Ley y su objetivo nos da una idea respecto a la conmoción causada por la crisis, y cierta aproximación de los malestares principales del momento. En este trabajo nos hemos concentrado en las explicaciones económicas de la crisis que surgen de los documentos, sin realizar un análisis del contexto político, social y cultural que explica y condiciona al trabajo de la Comisión y que sin duda aparece reflejado en sus conclusiones.

En segundo lugar importa detenerse en la discusión de objeto y método al interior de la Comisión. Respecto al objeto de estudio la consideración es relevante: al acotar el objeto de estudio a la crisis del 2007-2008 en EEUU, se deshecha la consideración de las crisis financieras anteriores que afectaron a la economía de EEUU, y también las constatadas en la economía financiera global.

Respecto a las crisis anteriores se debe recordar que tres años antes Wall Street recibió el impacto de la crisis de la “New Economics”, y de los escándalos financieros de Enron. A fines de

²⁹ Bear Stearns fue rescatada en marzo de 2008.

³⁰ Cita a Larry Summers en la metáfora de la colilla de cigarrillo y el bosque seco.

³¹ La ley Dodd-Frank de regulación del sistema financiero fue aprobada en la Administración Obama.

³² FCIC (2011) p. 533.

los años noventa el fondo de inversión fundado en 1994 por J. Meriwether junto a M. Scholes y R. C. Merton (los dos últimos premios Nobel de Economía en 1997 por sus aportes para determinar el valor de los derivados financieros) debió ser rescatado por otras entidades bajo la supervisión de la FED. Antes debe considerarse la crisis bursátil de 1987, que algunos observadores consideran la prueba de fuego de las innovaciones financieras, exitosamente salvada, con apoyo de la FED, y gran conmoción internacional. Más atrás viene el recuerdo en los años 80s y 90s de las crisis de las Savings and Loans, también en el mercado inmobiliario. Y yendo hacia los años 80s y 70s debe considerarse la que, a criterio de quien escribe, ha sido la primera gran crisis financiera de la globalización que estalla a comienzos de los años ochenta, o crisis de la Deuda que tanto impacto tuvo en los países latinoamericanos. Si seguimos considerando la zona Sur deben considerarse las turbulencias del "efecto tequila" de 1995 y su impacto en Argentina, para seguir con la ronda de crisis de la periferia, iniciadas en Asia y que golpean a América Latina en 1999 con la devaluación de Brasil, y luego en 2001-2002.

La resiliencia del sistema financiero de EEUU ha sido admirable, aunque exigiría un análisis en profundidad de la distribución de los costos de esos episodios. Pero parece importante reconocer que aproximarse a considerar la reciente crisis de EEUU con este background cambia la percepción del objeto de estudio. El informe en mayoría parece evocarlas, aunque predomina una perspectiva excesivamente nacionalista, como bien señalan sus críticos.

Respecto al método llama la atención por la obsesión de las causas. Tanto el Informe en Mayoría como los informes discrepantes D1 y D2 realizan reflexiones respecto a que significa explicar la crisis. La tónica prevaleciente es la de definir causas, causas principales, causas esenciales, o incluso esforzarse por definir la causa. ¿Es conveniente el concurso de selección por menor número de causas? A criterio de quien esto escribe parece más pertinente la consideración de "modelos explicativos de la crisis".

De la lectura del Informe, en su totalidad, y de los informes en discrepancia se puede extraer una perspectiva de la complejidad del tema muy rica. Ello se puede realizar gracias al esfuerzo realizado por la Comisión, que culmina con el Informe. Una explicación causal más fina priva al lector de considerar ante sus ojos la descripción del fenómeno en sí. En éste sentido se pueden compartir las críticas de los D1 y D2, pero corresponde destacar la valentía del Informe en mayoría de presentar públicamente una perspectiva compleja del fenómeno. Ir "a las cosas" tratando de desentrañarlas es parte del proceso que termina en una explicación. Sobre el final se realizarán algunos otros comentarios sobre lo analizado anteriormente.

Si consideramos que un "modelo explicativo" es la categoría más apropiada para comprender un fenómeno tan complejo, los tres informes contribuyen a poner en relevancia algunos aspectos. Por ello pasamos en la Parte siguiente a considerar otras explicaciones. La selección y presentación se realizan con el objetivo de aportar elementos que interesan del punto de vista de la política económica de los países latinoamericanos. La consideración de las

explicaciones proporcionadas al Congreso de EEUU es relevante para comprender el “aire de los tiempos” en que toman las decisiones los policymakers de EEUU.

Segunda parte: La crisis financiera en perspectiva.

En la sección 1 se presenta el diagnóstico de la crisis realizado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)³³. Es oportuno volver a recordar la crisis financiera del 30 y los problemas de la “otra macroeconomía”, es decir la que considera que el desempleo puede ser involuntario. La sección 2 comprende un primer apartado que destaca la vigencia del pensamiento de Keynes sobre el fenómeno de las crisis financieras. En el apartado siguiente se presenta la interpretación del concepto de “financiarización” de L. Pasinetti. Se concluye la sección volviendo a la crisis de EEUU con la interpretación de L. Randall-Wray en base al enfoque de Minsky. En la tercera y última sección se presenta una síntesis del análisis con escalpelo que realiza A. Orléan.

4- La explicación del BPI.

Los Informes anuales del BPI del año 2000 en adelante no carecen de advertencias respecto a los problemas financieros de la economía global, por lo que se debe reconocer la honestidad del siguiente párrafo contenido en el Informe Anual presentado en junio de 2009:

“¿Cómo ha podido ocurrir algo así? Nadie pensó que el sistema financiero pudiera derrumbarse. Se habían establecido suficientes salvaguardias. Existía una red de seguridad compuesta por bancos centrales dispuestos a prestar dinero cuando fuera necesario; seguros de depósito y mecanismos de protección para que los inversionistas no tuvieran que preocuparse por la seguridad de su patrimonio: y reguladores y supervisores que vigilaban a las instituciones para impedir que sus gestores y propietarios asumieran demasiado riesgo. Y cuando un país se enfrentaba a una crisis bancaria, los expertos se permitían criticar a las autoridades por sus errores. La prosperidad y la estabilidad demostraban que el sistema funcionaba. La inflación era baja, el crecimiento elevado y ambos se mantenían estables. El marco de las políticas, basado en sólidos principios económicos combinados con algo de aprendizaje práctico, había dado lugar a la Gran Moderación en las economías desarrolladas, mientras los países emergentes, por su parte, seguían sabiamente la

³³ Ver glosario.

estela de aquellas. Como han cambiado las cosas en dos años. Desde agosto de 2007, el sistema financiero ha experimentado toda una serie de fallos críticos”³⁴

Importa destacar que para el BPI la crisis se presenta como crisis global desde sus comienzos, levantando las críticas a la mirada excesivamente centrada en EEUU. No obstante, la generalidad también reduce las capacidades explicativas al borrar las especificidades institucionales.

La explicación de la crisis global contenida en el Informe del año 2010 toma al pie de la letra una de las definiciones del Diccionario de la Real Academia: “crisis (del lat. Crisis, y este del gr. κρῖσις) f. Mutación considerable que acaece en una enfermedad, ya sea para mejorarse, ya para agravarse el enfermo”³⁵. Se interpreta la crisis como una enfermedad, que exige llevar al paciente (de contorno difuso, se debe agregar) al servicio de urgencia, y luego a cuidados intensivos. Entretanto se debe realizar el diagnóstico de la enfermedad, para luego aplicar el tratamiento adecuado.

“Lo que vale para dolencias médicas es igualmente válido para las crisis económicas y financieras, donde las autoridades deben ocuparse de los síntomas y al mismo tiempo seguir adelante con las reformas dirigidas a las causas, para reducir así el riesgo financiero sistémico lo antes posible.”³⁶

Las causas. Las causas se agrupan en dos ítems: causas microeconómicas y causas macroeconómicas.

Las causas microeconómicas son la combinación de fallos “que permitieron al sector financiero contabilizar beneficios demasiado pronto, con demasiada facilidad y sin los adecuados ajustes en función del riesgo”³⁷. Veamos los fallos una vez más:

(i) Incentivos distorsionados para:

a. consumidores que se endeudaron sin precaución, e inversionistas que no vigilaron la calidad de las inversiones.

b. empleados del sector financiero: los directivos aumentaron el volumen de negocios de riesgo recurriendo al apalancamiento, con incentivos de corto plazo.

c. agencias de calificación: “abrumadas por las avalanchas de productos estructurados de gran complejidad, pero incapaces de decir no a los beneficios que

³⁴ Informe Anual BNP 2009 p.3

³⁵ Diccionario de la Lengua Española (1992) p.421

³⁶ BPI (2010) p.11

³⁷ BPI (2010) p.11

les reportaría su evaluación, no supieron valorar correctamente su probabilidad de impago”³⁸

(ii) Errores en la cuantificación y gestión de riesgo: los errores en la cuantificación se asocian al uso de herramientas estadísticas para la valuación de los riesgos (que dicho sea de paso fue promovido por el BPI). Un segundo aspecto refiere a la gestión, ya que “Los gestores de riesgo tienen la impopular tarea de recomendar a los operadores de mercado que dejen de ganar dinero. La falta de apoyo por parte de la dirección relegó a un segundo plano a estos gestores”³⁹.

(iii) Deficiencias en materia de regulación y supervisión: “el sistema regulador fue demasiado indulgente y, en el caso de algunas actividades, demasiado fácil de burlar. El exceso de confianza de reguladores y supervisores en la disciplina de mercado (incluida la que supuestamente imponían las agencias de calificación crediticia) les llevó a mantener lo que podría definirse como una presencia extremadamente liviana en algunos países clave del sistema financiero mundial”⁴⁰

Las causas macroeconómicas comprenden dos categorías:

(i) la acumulación de desequilibrios en las posiciones internacionales: estas posiciones resultan de los excedentes persistentes de las economías de mercados emergentes a las economías industriales. Ante este fenómeno por demás significativo el BPI concluye que contribuyeron a la errónea valoración de los activos y a la propagación mundial de la crisis.

(ii) Las bajas tasas de interés reales desde 2001 de largo plazo impulsó el crédito a los hogares en las economías avanzadas, alimentando el alza de precios de las viviendas, y a los inversionistas a aumentar los riesgos con modestos beneficios.

Las soluciones y el tratamiento. La solución es reconstruir (mediante reformas) el sistema financiero sobre bases que eviten las crisis. Ello supondría prohibir “las actividades de titulación y los negocios extrabursátiles, o instrumentos financieros como los bonos de titularización de deuda garantizados (CDO), o los swaps de incumplimientos crediticios (CDS). Pero parece difícil evitar que vuelvan a surgir, por “lo que se impone un enfoque flexible y orientado al futuro para solucionar las externalidades que permitieron que determinadas actividades infligieran un daño sistémico”⁴¹. El tratamiento para curar la enfermedad se diseña con el fin de amortiguar

³⁸ Informe Anual BPI (2010) p.12

³⁹ Informe Anual BPI (2010). P.11

⁴⁰ Informe Anual BPI (2010). P.12

⁴¹ Informe Anual BPI (2010). P.13

dos externalidades o riesgos sistémicos particularmente peligrosos, las quiebras en cadena y la prociclicidad mediante las siguientes medidas. Para la reducción del riesgo sistémico de la quiebras en cadena las medidas se orientan a reducir el riesgo de exposiciones comunes y de los vínculos. Por una parte se debe reducir el riesgo de quiebras individuales y la probabilidad de un fallo sistémico, Las medidas orientadas a reducir la prociclicidad refieren al esfuerzo mutuo del sector financiero y la economía real.

Surgen así un conjunto de medidas de regulación y supervisión orientadas a:

- Mejorar cantidad y calidad del capital de los bancos.
- Limitar la transformación de vencimientos (endeudarse en corto para prestar largo)
- Limitar la dependencia del financiamiento mayorista.
- Mejorar la cobertura para exposiciones al riesgo de crédito de contraparte en productos derivados, operaciones con pacto de recompra (repos), préstamos de valores y titularizaciones complejas.
- Limitar el coeficiente de apalancamiento para la toma de riesgos complejos.
- La vigilancia del buen gobierno y los incentivos de la dirección en la gestión de riesgos, los procedimientos de resolución bancaria (incluso utilizar "testamentos vitales"), y la unificación internacional de normas de supervisión.
- Alimentar la transparencia de información para potenciar la disciplina de mercado.
- Reducir la probabilidad de un fallo sistémico mediante la reducción de la importancia sistémica de las instituciones financieras.
- minimizar la propagación de una quiebra individual,
- contener en un perímetro regulador las instituciones y actividades de importancia sistémica.

Para reducir las externalidades de la prociclicidad se trata de desarrollar estabilizadores automáticos que complementen las políticas monetarias discrecionales como reservas de capital anti-cíclicas, provisiones en el ciclo ("through the cycle"), o intensificar el uso de instrumentos de supervisión anticíclicos como el ajuste del valor de la razón préstamo/valor y control de descalses de moneda.

En el informe de 2012 el BPI constata que la recuperación de la economía mundial se encuentra frenada por un círculo vicioso difícil de romper, al tiempo que comienzan a manifestarse las dificultades que suponen los ajustes sectoriales de la economía real. Para el BPI el sector financiero debe reconocer pérdidas y recapitalizarse, el sector público ajustar el déficit de manera

que garantice una trayectoria sustentable, y los hogares y empresas realizar el desapalancamiento. En este contexto los bancos centrales están enfrentados a presiones que “ponen en peligro el objetivo de la estabilidad de precios”, “y compromete su credibilidad, y en última instancia, su independencia”.

En medio de la crisis resulta curiosa esta afirmación y confusa la proclamación de independencia de los bancos centrales. Como señala el informe en mayoría: ¿Cómo fue posible que la crisis ocurriera delante de los bancos centrales? La crisis es un buen momento para preguntarse: ¿de quien son independientes? ¿A quien representan? La gestión de crisis y sus efectos fiscales plantean un problema social y político en el cual resulta difícil mantener la independencia de los bancos centrales. En este punto, sobre políticas anticíclicas vale la pena volver a recordar la crisis financiera del 30 y los problemas de la “otra macroeconomía”, es decir la que considera que el desempleo puede ser involuntario.

5- Explicaciones desde la otra macroeconomía.

5.1- Las crisis en Keynes, aspectos de la naturaleza humana, y particularidades de las finanzas en EEUU.

Keynes y los keynesianos, y no por casualidad en los años treinta y cuarenta del siglo pasado, analizan y explican la posibilidad de que el sistema económico genere desempleo involuntario y que la economía pueda permanecer en dicho estado por un tiempo prolongado⁴². La intervención del Estado reactivando la demanda efectiva y la propuesta de una gestión internacional de la moneda fueron dos medidas emblemáticas, la primera expresada en el New Deal, la segunda considerada pero no efectivizada en Bretton Woods. ¿Como explica Keynes la crisis financiera de los años treinta?

En la Teoría General⁴³ diferencia tajantemente dos categorías. Por una parte define la “especulación” como “la actividad de prever la psicología del mercado”. Por otra define la “empresa, o espíritu de empresa, (como) la tarea de prever los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren”.

A continuación advierte que a medida que se desarrollan los mercados de inversión aumenta la especulación y disminuye el espíritu de empresas. Considera al mercado de inversiones de Nueva York como un ejemplo. Pero agrega que, aun fuera del campo de las finanzas, “los norteamericanos son capaces de interesarse demasiado por descubrir lo que la

⁴² Ver Keynes (1936, 1980) capítulo 22.

⁴³ Ver Keynes (1936, 1980) capítulo 12

opinión media cree que será la opinión media, y esta debilidad nacional encuentra su Némesis en el mercado de valores". Este mimetismo es particularmente fuerte entre los profesionales de las finanzas, que explica con la metáfora del concurso de belleza⁴⁴.

La especulación supone la compra de valores con la esperanza de una apreciación del capital. Keynes explica cómo en ese caso el comportamiento rentista (a la inglesa) adquiere un carácter especulativo. Y aclara "esto es solo una forma de decir que cuando el norteamericano compra una inversión está poniendo sus esperanzas, no tanto en su rendimiento probable como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración".

¿Que consecuencias acarrea la especulación? La respuesta es la siguiente:

"Los especuladores no pueden hacer daño cuando sólo son burbujas, en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal. La medida del éxito obtenido en Wall Street, considerada como una institución cuya finalidad social es guiar las nuevas inversiones por los cauces más productivos en términos de rendimiento futuro, no pueden presentarse como uno de los triunfos del *laissez faire* – lo que no es sorprendente si estoy en lo justo de pensar que los mejores cerebros de Wall Street se han orientado de hecho hacia un fin diferente"⁴⁵.

Más adelante agrega otro tema de relevancia:

"Aun haciendo a un lado la inestabilidad debida a la especulación, hay otra inestabilidad que resulta de las características de la naturaleza humana: que gran parte de nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica"⁴⁶.

5.2- La macroeconomía keynesiana: los problemas de la acumulación del capital con pleno empleo y la financiarización.

El desempleo y la dinámica macroeconómica del crecimiento es el centro de atención de Harrod y Domar⁴⁷, quienes formulan con precisión dos problemas: uno referido a la posibilidad del

⁴⁴ Ver Keynes (1936, 1980) p.142-143

⁴⁵ Ver Keynes (1936, 1980) p.145.

⁴⁶ Ver Keynes (1936, 1980) p.147.

⁴⁷ Ver Sen (1970, 1989) pp7-35, Harrod (1939, 1989)

crecimiento con pleno empleo en el capitalismo y otro respecto a la existencia de “un piloto automático” para llegar al pleno empleo. La respuesta de los autores es que las expectativas de los inversionistas determinan una dinámica macroeconómica tendiente a desembocar sea en una crisis de inflación, sea en una crisis deflacionista. Este resultado exigía la intervención del Estado conduciendo el barco y advirtiendo y previniendo las zonas de peligro. En el plano de la teoría, Solow (y Swann) proponen una solución a los problemas de Harrod y Domar bajo algunos supuestos bastante restrictivos referidos a la tecnología, la distribución del ingreso y la hipótesis de flexibilidad de los salarios para asegurar el pleno empleo, modelo que pasará a constituir la base fundamental de la macroeconomía convencional.

Pero ahora nos interesa considerar el aporte de L. Pasinetti a los problemas de Harrod y Domar, que a criterio nuestro consiste en determinar las condiciones para un crecimiento de pleno empleo. Para ello parte de un modelo multisectorial (y con la teoría del valor ricardiana-sraffiana para los bienes de reproducción industrial) que permita establecer las condiciones necesarias de acumulación y asignación sectorial del ahorro de manera de garantizar el pleno empleo⁴⁸. ¿Qué sentido tiene esta referencia en el contexto del presente trabajo concentrado en el tema de la crisis financiera? Introducir un comentario reciente de L. Pasinetti⁴⁹ sobre la crisis financiera internacional donde analiza los límites de la financiarización de la sociedad, y la consecuencia “sociológica” de la aceptación del Teorema de Modigliani-Miller en la gestión empresarial.

Respecto a los límites de la financiarización, Pasinetti plantea que en una economía hipotética de “puro trabajo”, en la cual no existen bienes de capital, es posible pensar en la existencia de instituciones financieras encargadas de prestar un servicio de intermediación entre las unidades con ahorro excedentario y deficitario, resultado de las diferencias entre el flujo de salarios con el flujo de consumo. También es posible pensar en la creación de activos financieros. Pero, observa Pasinetti, estas deudas y créditos se anulan al considerar la sociedad en su conjunto. ¿Qué es entonces la riqueza financiera para la sociedad en su conjunto? Un stock de créditos y débitos que se puede considerar riqueza para el acreedor en tanto la reconozca el deudor. En este sentido no existe límite físico para los stocks financieros, salvo los que impongan las instituciones monetarias y financieras encargadas de la prestación de estos servicios.

Si ahora damos un paso más y consideramos la existencia de bienes de capital necesarios para los procesos productivos, el límite de acumulación de dichos bienes lo marca el estado de

⁴⁸ L. Pasinetti (1985) capítulos 9 y 10.

⁴⁹ L. Pasinetti (2010)

plena ocupación de la fuerza de trabajo. Se puede ver entonces que si bien la acumulación de stocks reales está limitada, en el caso de los stocks financieros, el crecimiento no tiene límite⁵⁰.

La pregunta que subyace refiere a la utilidad de los servicios financieros en la sociedad. En una economía industrial, el papel del sector financiero es asegurar financiamiento a los sectores de manera de aproximarse al crecimiento con pleno empleo, reconociendo que los ajustes tendientes al pleno empleo no son automáticos, sino que requieren de la intervención pública. Esta concepción de las finanzas orientadas a asegurar la acumulación de capital con pleno empleo, ha sido dejada de lado como criterio, basado en la confianza de que los mercados de capital son el mejor instrumento para lograrlo.

Entre las razones que explican esta situación, Pasinetti considera la popularización del teorema de Modigliani-Miller como una contribución importante. Esta popularización consiste en considerar que la estructura de financiamiento de las empresas (entre las cuales se encuentra la política de distribución de dividendos) es irrelevante. La evaluación de la eficiencia de gestión la realiza el mercado bursátil, mediante la cotización de las acciones. Este punto de vista tiende a sustituir al empresario capitalista por el empresario financiero como responsable del proceso de acumulación. Así se consolida una tendencia empresarial orientada a la búsqueda de beneficios de corto plazo, la distribución inmediata de dividendos, la contratación de expertos financieros que pasan a ser los managers de las empresas, con un sistema de incentivos mediante bonos, stock-option que hacen olvidar la importancia de la asignación de los beneficios a la acumulación de capital. Si a ello agregamos el desinterés por los problemas del desempleo, especialmente con la desaparición del concepto de desempleo involuntario a nivel teórico en los economistas del ciclo real (Lucas, Prescott) se conforma toda una visión de un nuevo tipo de capitalismo y de empresa⁵¹.

Las conclusiones de Pasinetti respecto al impacto del proceso de "financiarización" en la dinámica de acumulación de capital pueden considerarse fueron anticipadas por Tobin quien partiendo de "dos almacenes de valor, el capital físico y el circulante", concluye que "cuanto mayor sea el cambio de cartera que desean realizar los dueños de riqueza cuando se modifica la tasa de rendimiento del capital, mayor será la probabilidad de que el sistema tenga una solución cíclica"⁵². Más recientemente, D. Foley⁵³ muestra en un modelo de crecimiento clásico cómo al

⁵⁰ Passinetti L. (2010): "Questi possono essere creati ad libitum e, proprio recentemente, con lo strumento della leva finanziaria ,é stato messo in mostra fino a qualli livelli possono essere spinti! (....) Non sfuggirá l'importanza di queste proposizione"

⁵¹ Estos cambios en la empresa son analizados en M. Aglietta y A. Rebériuox (2004) ver Capítulos II, III, IV y IX.

⁵² J. Tobin (1955, 1989) p. 241

⁵³ D. Foley y T. Michl (1999), Chapter 11.

considerar la tierra como un activo de especulación, se distraen recursos del proceso de acumulación con la finalidad de la inversión en tierras, que valida el aumento de precio, y las ganancias especulativas frente a las ganancias provenientes del proceso de producción.

5.3- Las crisis financieras y la dinámica económica: Kindleberger / Minsky

Ch. Kindleberger y H. Minsky continuaron por el camino de Keynes respecto a la importancia del sector financiero para comprender la dinámica macroeconómica. Ch. Kindleberger analiza el contexto internacional de la crisis de los años 30 en uno⁵⁴ de sus libros considerado como un clásico. En otro libro clásico⁵⁵ desarrolla un modelo explicativo de las crisis financieras, a partir del recuento de casos entre 1720-1987, y señala que dicho modelo sigue las líneas planteadas por el modelo de Minsky. La perennidad del modelo surge de su sencillez explicativa para dar cuenta de la dinámica de las crisis financieras con que se inaugura el siglo XX, la crisis del 30, y las crisis de inicio del siglo XXI. Como señalan Aglietta y Rebérioux⁵⁶, el modelo considera una sucesión de fases⁵⁷ que no deben entenderse como una mera sucesión cronológica, sino como etapas con su propia lógica, necesarias para comprender el fenómeno de las crisis.

5.4- Una interpretación Minskyana de la crisis y sus causas.

En un reciente trabajo de síntesis L. Randall Wray⁵⁸ considera el marco teórico y descriptivo de Minsky para explicar las causas y evaluar la gestión de la crisis reciente de EEUU. Considerar la gestión como parte de la crisis es clave para el autor, en la medida que implica desactivar los riesgos de una nueva crisis, por ejemplo en caso de profundizarse la crisis en Europa y tener un efecto de segunda vuelta en EEUU.

⁵⁴ Ch. Kindleberger(1973,1985)

⁵⁵ Ch. Kindleberger (1991)

⁵⁶ M.Aglietta y A. Rebérioux (2004), pp.242-243 consideran el modelo Kindleberger-Minsky como referencia en la explicación del ciclo financiero.

⁵⁷ Estas fases son: 1ra: el impulso originado en la buena rentabilidad de las innovaciones sostiene el crecimiento, atrayendo el crédito y el auge en bolsa de esas empresas. 2da: la euforia que auto refuerza un circuito entre los precios de los activos financieros y el crédito, con el riesgo que parece disminuir y la aceleración de las inversiones. 3ra: el paroxismo (refiere al pico especulativo de corta duración) hasta que un hecho precipita la reversión. 4ta: el reflujó e instalación del pesimismo, con los inversores financieros, imitándose unos a otros huyendo hacia inversiones consideradas más seguras. Comienza la obsesión por la liquidez y el desendeudamiento. La economía real se ve afectada por la falta de crédito y estamos ante la recesión. 5ta: la deflación de deudas y restructuración de los balances. La restructuración de deudas no alcanza y los balances deben ajustarse, algunas empresas quebrando y otras pueden ser asistidas mediante salvatajes.

⁵⁸ L. Randall Wray (2012) Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future. Working Paper No.711. Levy Economics Institute. Annandale-on-Hudson.

El modelo explicativo de la crisis. La crisis resulta del fracaso de la "corporate governance" y el error en la gestión de riesgos de los grandes bancos de EEUU y otros intermediarios financieros tras el vertiginoso crecimiento del volumen de negocios, que incentiva el fraude. Los financistas fueron "ayudados e instigados" por reguladores y supervisores que continuamente empujaban a la "auto-regulación" y "auto supervisión". Como resultado muchas instituciones financieras se vuelven insolventes, resultado de los criterios con que fueron concedidos los préstamos y de los comportamientos fraudulentos. Es el reconocimiento de la insolvencia lo que lleva a la crisis de liquidez, pero no a la inversa. Estos comportamientos que aumentan la fragilidad financiera de EEUU, deben comprenderse con perspectiva histórica, como una verdadera "transformación minskyana" del mundo de las finanzas. En medio del crecimiento los impactos de las crisis (que se agudizan a partir de los años ochenta) son "controlados" e incluso ignorados por los constructores de la "Gran Moderación".

La reciente "transformación Minsky" de los EEUU en una perspectiva de largo plazo. Randall retoma el enfoque de Minsky respecto a las fases de la historia financiera de EEUU.

El "capitalismo financiero" y su crisis del 29. Desde fines del siglo XIX la economía de EEUU pasa a estar bajo control del "capital financiero", hasta la crisis del 29. Los bancos de inversión, es decir los intermediarios financieros especializados en el mercado de capitales y las actividades bursátiles, son los principales proveedores de financiamiento a las grandes corporaciones. Hacia fines de los años 20 del siglo XX esos bancos se orientan hacia actividades especulativas de diferente tipo, entre las cuales la especulación con acciones emitidas por subsidiarias de los propios bancos de inversión. Minsky identifica algunas formas de accionar de los mercados financieros, como la famosa trampa Ponzi y otros esquemas piramidales de fraude. El esquema Ponzi consiste en asegurar a los participantes un beneficio por las inversiones realizadas en ese negocio, beneficios que se financian gracias al aporte de las inversiones de los nuevos participantes, o reinversiones de las propias ganancias de los fundadores, lo cual le puede dar estabilidad al negocio por un tiempo. La crisis del 29 y la actual muestran similitudes si consideramos que en los años veinte se desarrolla el crédito respaldado por títulos financieros cuyo aumento de valor en la bolsa impulsaba su crecimiento. Mecanismo parecido a la titularización actual. En ambos casos el crédito en estos segmentos crece más rápido que el crédito de los bancos comerciales.

El capitalismo del "managerial-welfare state" y el fracaso por el éxito. Esta fase se inicia con la profunda y radical reforma del sistema financiero de la Ley Glass-Steagall, promulgada por F.D Roosevelt, que entra en vigor el 16 de junio de 1933. Se establece la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) y la separación entre la banca de depósito y la banca de inversión (bolsa de valores). Por otra parte comienza a cobrar importancia la Política

Económica llevada adelante por el "Big Bank" (la FED) y el "Big Government" (el Departamento del Tesoro), promoviendo un crecimiento estable, con empleo y salarios crecientes.

Estas nuevas bases de funcionamiento financiero y gestión del gobierno contribuyen a explicar la "edad de oro", que se extiende desde fines de la Segunda Guerra Mundial hasta los principios de la década de los años setenta del siglo XX. Pero el éxito de este período sienta las bases de su propia destrucción, al generar cambios en el sector financiero y en la política económica que aumentan la fragilidad financiera. Por ejemplo, la política monetaria pasa a considerar el empleo como variable de ajuste, el sistema financiero comienza a ser desregulado, y disminuye la supervisión, en parte como resultado de las demandas del sistema regulado y en parte por el desarrollo del "sistema bancario paralelo". Los beneficios crecientes del sector le permiten un contacto con el poder político, que coadyuva al impulso de las desregulaciones.

El enfoque de Minsky es crítico respecto a algunos pilares de la edad de oro y las políticas del período de crisis, ya que en los años 60s, propone la creación directa de puestos de trabajo y salarios mínimos (como durante el New Deal) en lugar del "military Keynesianism" y la asociación Estado-Corporaciones. Por otra parte, ya en esos años comienza a señalar el cambio de la modalidad de regulación de la economía, que pasa a estar liderada por los ejecutivos de las finanzas.

Del capitalismo del "managerial-welfare state" al capitalismo de "money manager". Durante los años 70 se aprobaron diversas decisiones que limitaron el alcance de la Ley Glass Steagall, en momentos en que la City de Londres era la primera plaza financiera del mundo (es la época de los eurodólares). Mientras que los bancos comerciales estadounidenses (a través de algunos artificios contables y jurídicos) y sobre todo por la creación de filiales en el extranjero, principalmente en Londres, participaban en el crecimiento de los mercados financieros, la banca de inversión se encontraba sub-capitalizada.

La desregulación se lleva adelante mediante varias leyes (en 1980 y 1982) que culminan con la Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 que termina con la separación de la Glass-Steagall de bancos de inversión y bancos comerciales. Al mismo tiempo los reguladores y supervisores comienzan a adoptar el enfoque de la auto-supervisión y auto-regulación de las instituciones financieras. Téngase presente que no estaban prohibidas las actividades de una variedad de instituciones financieras que comenzaron a realizar actividades de tipo bancario, el ya citado sistema bancario paralelo⁵⁹.

La "industria financiera" se estructura en base a un régimen de incentivos y premios, que promueven el elevado apalancamiento, el aumento del apetito por inversiones riesgosas y las

⁵⁹ Randall cita los capítulos 2, 3, 4 y 5 del Informe de la Comisión para un panorama de los cambios.

ganancias de corto plazo. Esta lógica financiera se puede condensar en los incentivos “pump and dump”, cercanos al fraude, ya que consisten en la utilización de rumores tendientes al aumento del valor de activos financieros por agentes financieros que realizan las ganancias cuando se venden en el auge, generando un circuito auto-realizado de ganancias. Un ejemplo en la crisis actual de EEUU son los títulos respaldados con hipotecas, emitidos con el argumento de que permiten la diversificación de riesgos, mediante particulares modalidades de emisión.

El desarrollo de esta forma retoma la forma del período anterior a la crisis del 29, con la orientación hacia la maximización de la cotización de las acciones en interés de los accionistas y los top managers, a través de prácticas legales e ilegales, estableciendo un fuerte incentivo a las prácticas especulativas, en todas las áreas de la economía.

Las consecuencias fueron la fragmentación de las reformas del New Deal y el aumento de la fragilidad financiera. Del punto de vista macroeconómico hacia fines de los años 1990s el superávit fiscal mostraba un excedente de 2,5% del PIB, al tiempo que se observa un déficit comercial del 4% del PIB, lo cual implica que el sector privado de EEUU (familias y empresas) tenía un déficit de 6,5%. Como resultado el sector privado gastaba U\$S 106,5 por cada U\$S100 de ingreso, por la vía de endeudamiento. Randall señala que “este fue el lado peligroso del capitalismo de los ejecutivos de las finanzas: el crecimiento de los activos financieros gestionados por los ejecutivos fue igual al crecimiento de las deudas de otros”.

Del capitalismo de “money manager” a la crisis. Entre 1996 y 2006 el desempleo y la pobreza disminuyen y aumenta la tasa de crecimiento del producto. El sector financiero lidera el crecimiento, llegando a representar el 20% del valor agregado y 40% de los beneficios. El aumento de ingresos impositivos explica el superávit fiscal por primera vez desde los años 20 del siglo XX, período que denomina “Goldilocks economy”, lo suficientemente fuerte para crear empleos pero no tanto como para generar inflación.

La crisis bursátil de las tecnológicas a comienzos del milenio interrumpe el período, y la FED baja la tasa de interés al tiempo que el aumento del déficit fiscal ayuda a retomar el crecimiento. Allí comienza el boom hipotecario, con el aumento del endeudamiento de las familias con hipotecas de casas cada vez más caras. En 2007, la deuda en relación al PIB llega al 500%, es decir que 5 dólares de deuda en relación a un dólar de ingreso, relación más alta para el sector privado que para el gobierno, y para las familias más que para las empresas, pero liderada por el aumento de la deuda del sector financiero que alcanzó 125% del PIB.

Estas deudas de unas instituciones contra otras eran además de corto plazo, incluso por una noche (overnight). Se observa un cambio radical de la fuente de financiamiento de los bancos, que pasan de depósitos, especialmente cuentas corrientes y cajas de ahorro, a la emisión de activos financieros de corto plazo colocados a otros intermediarios financieros. Por ejemplo un banco podía comprar un activo financiero respaldado por hipotecas (MBSs) emitiendo un título

financiero, que a su vez podía ser adquirido por un fondo especializado en títulos financieros de corto plazo.

“Aquí está el problema” de la crisis, señala Randall. En tanto los depositantes de los bancos cuentan con seguro de depósito y los bancos acceden al crédito de ventanilla de la FED, los bancos tienen fuentes de financiamiento que permiten prever las crisis financieras. Cuando las malas noticias respecto a las hipotecas aparecen, los depositantes no tienen por qué temer por sus depósitos. Pero los fondos de corto plazo comienzan a temer por la calidad de sus activos, lo que detona la corrida hacia todo el sistema financiero, ya que los seguros no existían o fallaron, al tiempo que crece la desconfianza respecto a la solvencia de unos y otros. Sin la intervención del gobierno proveyendo liquidez el sistema se acerca a la implosión, en una crisis deflacionaria, como en los años 30.

La crisis y la importancia de identificar la “naturaleza de la crisis” para la gestión.

Cuando estalla la crisis la FED debe diagnosticar la naturaleza de la crisis, identificando las instituciones con problemas de liquidez para diferenciarlas de las insolventes. ¿Cuál es la importancia de la distinción entre crisis de liquidez o de solvencia?

Las crisis de liquidez se asocian a las corridas bancarias, y la prevención de las mismas ha sido una de las causas de la creación de los bancos centrales, en su papel de prestamistas en última instancia, es decir a la capacidad de las autoridades monetarias para realizar préstamos a las instituciones con problemas mediante garantías adecuadas y cobrando un interés de manera de detener la corrida. Más tarde, la creación de seguros de depósitos complementa la red de seguridad que previene estas situaciones. Pero esta red de seguridad no contempla el caso de bancos que financiaron sus activos mediante depósitos no cubiertos por las garantías y con pasivos de corto plazo.

La crisis comenzó como una corrida contra esas obligaciones por parte de las instituciones tenedoras de las mismas ante la duda respecto a la solvencia de los deudores, en un clima de prácticas riesgosas y fraudulentas. No se trató de una corrida de depositantes, sino de los acreedores que pusieron en duda la solvencia de los bancos, y los activos resultados de las innovaciones financieras.

La crisis de solvencia es diferente a la crisis de liquidez. En el primer caso la viabilidad económica y financiera de los bancos esta puesta en cuestión: en la crisis de 2007 son los grandes bancos de inversión, media docena de grandes bancos, los prestamistas hipotecarios más grandes y los fondos administradores de activos monetarios, es decir quienes habían participado liderando la burbuja inmobiliaria los que plantean dudas respecto a su solvencia. Para la gran mayoría de los bancos de EEUU que no tenía en su poder esos activos de mala calidad, el problema será la falta de liquidez, y los efectos de la recesión. La respuesta de la FED debió discriminar las instituciones insolventes de las instituciones con problemas de liquidez.

En medio de la crisis, el Secretario del Tesoro H. Paulson obtiene la autorización del Congreso para utilizar U\$S 800 mil millones para hacer frente a la crisis, pero en lugar de enfrentar el problema de las instituciones insolventes opta por la compra de activos dudosos. Luego, al constatar que le resulta imposible comprar todos los activos de mala calidad, pasa a comprar las acciones de los bancos en la bolsa. La crisis continúa, ahora afectando a las aseguradoras de los títulos financieros privados y en particular a la empresa de seguros AIG (proveedora de los CDS respecto a la cual no había constituido reservas), a todos los bancos de inversión y finalmente a los bancos comerciales más grandes.

Los problemas que plantean la gestión mediante negociaciones a puerta cerrada y la provisión de liquidez mediante el reconocimiento de valor a los activos financieros creados en el proceso de titularización. Ante la negativa del Congreso a asignar recursos para la crisis, la FED y el Tesoro comienzan una particular gestión de la crisis. En principio tratan de identificar a las instituciones insolventes con el objetivo de fusionar a la insolvente con otra institución, utilizando el método de "stress testing" en base a los balances bancarios. Este mecanismo evita las "soluciones de mercado" en favor de "soluciones ordenadas", dejando abierto el camino para mantener instituciones insolventes, con la excepción de Lehman Brothers, que se deja quebrar.

Pero también la FED va más allá del papel de prestamista en última instancia tradicional, creando préstamos mediante la compra de activos dudosos (y de esa manera dando créditos a instituciones e individuos que pueden salir a comprar más activos dudosos para descontar en ventanilla). También concede fondos a instituciones financieras para sostener determinados activos financieros, como los de las empresas patrocinadas por el Gobierno y luego intervenidas (Fannie y Freddie) pero también del sector privado (PMBSs), con el riesgo jurídico de quedar al margen de la Ley. La asistencia a los bancos y las intervenciones de la FED mediante medidas de política monetaria no convencionales (denominadas "Quantitative Easing" (QE)) llevan el balance de la FED de US\$ 1 billón a U\$S 3 billones desde el comienzo hasta el final de la crisis.

¿A cuánto ascendió la asistencia financiera de la FED en la crisis? Se pueden concebir dos formas de medición de la asistencia, por ejemplo sumando los préstamos concedidos en las QE hasta una fecha determinada. A diciembre 2008 algunos analistas estiman por éste procedimiento que se habría alcanzado un máximo de U\$S 1,5 billones de fondos utilizados. Pero otra manera de medir la asistencia es acumular el total de préstamos realizados en el período. (Por ejemplo si la FED presta mil millones de dólares cada día y estos créditos son cancelados cada noche, renovándose al día siguiente, los préstamos concedidos al final del mes ascenderían a U\$S30 mil millones). A. Ferkelson y N. Matthews sumando acumulativamente los préstamos y compras de activos desde principios de 2007 a noviembre de 2011 estiman alcanzaron los U\$S 29 billones, el doble del valor anual del PIB.

Por otra parte, a comienzos de 2008 el balance de la FED fue de U\$S926 mil millones, con 80% de sus activos constituidos por Bonos del tesoro. En Noviembre de 2010 el balance es de U\$S 2,3 billones, y la mitad de los activos son activos que surgieron del proceso de titularización (es decir activos creados en base a las hipotecas, o MBSs). Por último Randall destaca un modo de asistencia de la FED problemático, como es la utilización de SPVs para la asistencia, es decir una de las modalidades financieras que se consideran llevaron a graves problemas a muchas instituciones financieras.

Si bien no existe problema en prestar en una corrida de liquidez, es más problemático prestar a bancos insolventes, aunque ello está bajo el amparo de la ley. El problema es la compra de estos activos que no parecen encontrar respaldo legal así como los préstamos a instituciones que no estuvieron en problemas.

Un problema de incentivos. Con la resolución de los problemas a puerta cerrada y las operaciones de rescate llevadas adelante por la FED y el Tesoro, es probable que las instituciones financieras no hayan aprendido ninguna lección de la crisis, sino que por el contrario encuentren incentivos para aumentar los riesgos en espera del rescate. Es el "riesgo moral" que se crea cuando no se establecen claramente las responsabilidades del buen comportamiento para acceder a una asistencia financiera. También se ha desarrollado una red de seguridad para las instituciones "too big to fail", con los consiguientes incentivos perverso (del tipo del riesgo moral) y ventajas competitivas.

Randall también destaca que si bien se han aplicado multas a los bancos, no se ha procesado judicialmente a los "top officers", sospechosos de los fraudes que forman parte del crecimiento de la burbuja, mediante mecanismos como el engaño de los deudores potenciales, la coerción, incentivos perversos como en el caso de los tasadores de las propiedades, o estrategias más complejas como la creación del Sistema de registro electrónico de hipotecas (Mortgage Electronic Registry System (MERS)), creada para defraudar las comisiones de los registros hipotecarios legales. El Informe de la Comisión plantea numerosos ejemplos de este tipo de abusos y fraudes. La asistencia se realiza sin investigar posibles fraudes o incumplimientos de las obligaciones legales de directores y gerentes. En definitiva la resolución de los problemas no es transparente respecto a la rendición de cuentas de las actuaciones realizadas (accountability).

En síntesis, del análisis de Randall se destaca que si bien la crisis es parecida a la del 29 en muchos aspectos, difiere radicalmente en la respuesta del gobierno. En los años 30 se establecen regulaciones estrictas respecto a las actividades de los intermediarios financieros y se crea una red de protección. En 2009 las respuestas no son contundentes. En segundo lugar, importa retener la forma de financiamiento mediante instrumentos creados endógenamente por el propio sector (activos opacos y resultados de procesos sin controles respecto a la calidad de los mismos), especialmente gracias al desarrollo de un sector bancario paralelo en medio de un

contexto que privilegia la "auto-regulación" en medio de una "gran moderación" con la FED preocupada únicamente por la inflación. La proporción de deudas respecto al PIB de 500% indica que, inevitablemente, las obligaciones de corto plazo no pueden ser cumplidas al mismo tiempo, solamente pueden ser refinanciadas si se acepta la validez de las mismas. Si los participantes desconfían, es un castillo de cartas que se desploma. Estos problemas no son resueltos mediante las reformas contenidas en la ley Dodd-Frank, por lo tanto no disminuye la fragilidad financiera y de esta manera no previene la emergencia de nuevas crisis.

6- Regulacionistas: "La crisis no ocurrió porque se hubieran sorteado las reglas del juego financiero, sino justamente, porque se respetaron las reglas"

La Escuela de la Regulación cuenta con herramientas conceptuales y analíticas que permiten caracterizar los modos de regulación, los regímenes de acumulación y modos de desarrollo en base a los cuales se propone una teoría y morfología de las crisis. Además, los primeros trabajos de este programa de investigación toman como referencia a EEUU. En medio de la confusión reinante y las críticas a los economistas, es notable el trabajo sistemático de esta escuela advirtiendo sobre la inminencia de una crisis. Los libros, artículos, entrevistas de M. Aglietta y R. Boyer están disponibles para comprobarlo. A continuación nos detendremos a considerar con particular atención el pensamiento de A. Orléan⁶⁰ sobre la crisis.

Primera aproximación. En primer lugar, A. Orléan comienza recordando la naturaleza de los bienes transados en el mercado inmobiliario: estos bienes proporcionan una utilidad al poseedor, al igual que otras mercancías, pero además son una forma de riqueza más perenne. Si el mercado espera que el precio de los bienes inmobiliarios continúe su marcha ascendente el negocio parece seguro. Con crédito disponible y barato, seguir el curso es razonable. Pero hay que aceptar un hecho removedor y poco tranquilizador: que aumenta la demanda cuando aumenta el precio. Este resultado no es una exuberancia del mercado inmobiliario, ni de los mercados financieros, sino que resulta de su propia lógica de funcionamiento desde la perspectiva de A. Orléan. El efecto riqueza del aumento de precios inmobiliarios entre 1997 y 2006 es destacado por M. Feldstein de la siguiente manera: "¿Dónde una familia media estadounidense hubiera podido encontrar un activo que se aprecie 9% al año, cuando puede financiar el 80% con crédito hipotecario al 6% de interés deducible de impuestos, lo que da un rendimiento anual de más del 25%?"⁶¹.

⁶⁰ Orléan A. (2009)

⁶¹ Orléan A.(2009) p,19

En segundo lugar A. Orléans destaca la importancia creciente de una forma de financiamiento de los propios intermediarios financieros: la titularización. Los intermediarios financieros pasaron de conceder U\$S 4,8 billones de préstamos hipotecarios en el año 2000 a U\$S 9,8 billones en 2006, al tiempo que la tasa de ahorro global de las familias comienza a ser negativa en 2005 hasta llegar a representar -1,25% del PIB en mayo de 2007. Por otra parte la calidad de los nuevos préstamos disminuye: entre 2001 y 2007 los préstamos subprime se multiplican por siete, pasando a representar el 12% del total de créditos hipotecarios en 2006.

En tercer lugar, A. Orléan propone un modelo que permite comprender como surge y desaparece una burbuja en la crisis, que lo lleva a afirmar que "la crisis no ocurrió porque se hubieran sorteado las reglas del juego financiero, sino justamente, porque se respetaron las reglas". En un mercado eficiente se espera que la tasa de interés de los préstamos aumente al aumentar el riesgo. Sin embargo la tasa baja⁶². Este es un resultado contrario al funcionamiento de un mercado eficiente, donde se espera que ante la baja de calidad el precio suba. Pero fuerza constatar que ha sido un resultado de las fuerzas del mercado que adquirió la forma de una burbuja de crédito.

Los mecanismos de la euforia: A continuación se presenta el proceso de creación de la burbuja que propone Orléan.

(1) Con una burbuja inmobiliaria se crea una riqueza para los propietarios de viviendas.

(2) Los empresarios financieros no pueden permanecer indiferentes ante esta riqueza creciente, y la forma de participar es concediendo créditos y cobrando intereses (y comisiones).

(3) Al realizar su trabajo (conceder créditos hipotecarios) crean una demanda solvente que empuja al alza a los precios.

(4) Intermediarios financieros y propietarios tienen un mismo interés por la suba.

(5) Para el intermediario el crédito hipotecario es esencialmente especulativo, en el sentido que su calidad intrínseca esta ligada al aumento de la garantía (el bien hipotecado) más que a las características del deudor. En este caso, una familia de escasos ingresos puede ser una potencial tomadora de crédito. Del punto de vista del prestamista al aumentar el valor del colateral (la garantía) disminuye la probabilidad de morosidad y del impago de la deuda, es decir, del riesgo del crédito.

⁶² Orléan A.(2009) cita a M. Aglietta quien calcula que en 2005 los diferenciales de interés de los préstamos hipotecarios mencionados disminuyen de 225 a 175 puntos de base respecto a los Bonos del Tesoro de EEUU a 30 años.75 en 2005.

(6) Esta baja de riesgo mejora la calificación de toda la cartera inmobiliaria de un banco, lo que lo incita a aumentar la misma.

(7) De esta manera la suba de precios tiene el mismo efecto impulsor en el mercado de crédito que en el inmobiliario, y refuerza el comportamiento especulativo.

(8) A partir de estas condiciones se pone en marcha el mimetismo entre los prestamistas, compitiendo por aumentar su participación en el mercado, innovando con las hipotecas no tradicionales. Los balances de los bancos se triplican entre 2001 y 2007.

(9) Las bajas tasas de interés de la FED acompañan el proceso hasta 2004, pero favoreciendo no solo al sector inmobiliario sino a todos los sectores de la economía.

La ceguera ante el desastre. “Con el diario del lunes” informando que los precios se desplomaron es fácil preguntarse: ¿estaban todos ciegos? ¿Locos? Pero para responder es importante conocer mejor el mercado. Al conceder el crédito hipotecario el prestamista debe considerar la probabilidad de morosidad e incobrabilidad (PI) junto a una estimación de la recuperación gracias a la garantía (VG), para así estimar la viabilidad del proyecto de conceder créditos hipotecarios (PI*VG).

¿Cómo se realizan las estimaciones probabilísticas mencionadas recién? Mediante la inferencia estadística y realizando algunos supuestos, entre los cuales que el mundo se reproduzca en el futuro igual que en el pasado. Olvidar este supuesto puede ser fatal, como bien lo muestran los errores de las calificadoras de riesgo. ¿Cual era en aquellos años la opinión del Mundo respecto a la evolución esperada de los precios, clave de todo el negocio? La opinión generalizada era similar a la de A. Greenspan, Presidente de la FED, quien notaba cierta “espuma” en los mercados inmobiliarios. Pero esta “espuma” no era nada alarmante en los años de la Gran Moderación.

Como bien señala Orléan se debe reconocer el límite del “saber económico” para la estimación de los llamados valores fundamentales, por ejemplo, de una casa. Si tuviéramos conocimiento de cuál es el valor fundamental, sería fácil diagnosticar la existencia de una burbuja. Pero carecemos de bases sólidas para realizar estas estimaciones. La solución es, entonces, considerar la hipótesis que mejor le venga a los que están involucrados en el negocio, que como vimos, era la de sostener que los precios permanecerían al alza⁶³.

A. Orléan desarrolla tres argumentos para justificar este mimetismo de los participantes en el mercado, y el carácter autorreferencial de los mercados financieros. El primero es la incertidumbre de la evaluación financiera estadística: el mundo social no es estacionario y la inferencia estadística no ofrece certidumbre. El segundo argumento se basa en el argumento de la mayoría frente a las opiniones díscolas de algunos individuos. ¿Cómo puede un individuo en

⁶³ Recordar la posición del D1 respecto al tema de la manera de diagnosticar la burbuja.

solitario tener razón frente a la muchedumbre de individuos racionales? El tercer argumento ha sido propuesto por Galbraith y sostiene que la inteligencia y el dinero son considerados dos caras de la misma moneda, lo cual le da preminencia a las opiniones de los que lograron amasar fortunas.

La titularización. La titularización surge en los años setenta, en medio de los inicios del reconocimiento oficial de las ventajas para la humanidad de lograr un mercado mundial unificado de capitales, para todos los productos financieros (acciones, obligaciones, derivados, divisas) y todos los actores (empresas, familias, estados), con la esperanza que de esta manera se lograría la asignación más eficiente de los recursos financieros a escala planetaria, diseminándose los riesgos entre los participantes en el mercado gracias a la titularización, y haciendo más resiliente al sistema (como continuaba sosteniendo el FMI en 2006). De a poco la idea se va imponiendo haciendo la unanimidad de "todos los tomadores de decisión, de izquierda como de derecha respecto de las ventajas de la creación de una liquidez financiera mundial"⁶⁴.

Una situación especial es la de la banca tradicional, que pueden quedar fuera del mercado mundial de capitales debido a la naturaleza ilíquida del crédito bancario hasta su cancelación. La titularización es el procedimiento para transformar esos créditos en activos financieros transables en los mercados. Los mecanismos pueden ser muy complejos, pero uno sencillo consiste en crear una entidad contable denominada SPV (ver Glosario) mediante la cual se crea un activo financiero respaldado por los créditos hipotecarios (un ABM o Asset-Backed Mortgage). El proceso de creación de activos financieros se puede repetir, creando activos financieros sobre activos financieros. Dos consecuencias son especialmente destacadas: la transferencia del riesgo de crédito a los inversores y la transformación de créditos ilíquidos en activos negociables.

El éxito de la propuesta fue enorme duplicándose el volumen cada cinco años, llegando a los U\$S 11 billones en EEUU en el año 2007, por encima de los títulos de obligaciones emitidas por las empresas (U\$S 5,8 mil millones) y los Bonos del tesoro (U\$S 4,5 mil millones). Los títulos que tienen como referencia las hipotecas (ABM) constituyen la mayoría. A. Orléan cita a B. Bernanke que el 31 de agosto de 2007 decía: "La transición de un financiamiento de crédito por depósitos al acceso al mercado de capitales constituye la segunda revolución de las finanzas hipotecarias, de una importancia que no tiene otra referencia que los hechos del New Deal"⁶⁵.

Para evaluar este proceso Orléan señala que corresponde preguntarse: ¿Se han cumplido las promesas que postulaban los partidarios de la eficiencia del mercado de capitales? ¿Es el sistema financiero más estable y eficaz? Las respuestas a estas preguntas eran contundentes

⁶⁴ Orléan A. (2009) p.53

⁶⁵ Orléan A.(2009) p.56

antes de la crisis de EEUU, haciendo mayoría. Cinco años después de la crisis las dudas aumentan. El caso de EEUU muestra que la burbuja de crédito basada en el crecimiento de este tipo de productos y procedimientos está en la base de la crisis. En 2006 el 75% de los préstamos subprime y el 87% de los préstamos prime habían sido titularizados, contra 46% y 75% en 2001. Orléan dice que se puso en marcha un "motor a dos velocidades" que combinaba la especulación inmobiliaria y la especulación en los activos titulizados (MBS y CDO). Cuando estalla la crisis el contagio de diferentes productos muestra que la diversificación de riesgos esperada de la titularización había fracasado. La diversificación no atenuó la crisis sino que la difundió masivamente. El hecho que las grandes instituciones bancarias y financieras hayan seguido estrategias similares y se hayan expuesto a los mismos riesgos es un factor importante de inestabilidad mundial.

Por otra parte la titularización muestra una faceta igualmente peligrosa, al ampliar la base de financiamiento en la fase de euforia, y contraerse abruptamente en la crisis.

Estos argumentos "militan" por un retorno a una separación de los circuitos bancarios y financieros para evitar el riesgo sistémico. Sin embargo la regulación que se propone como solución a la crisis sigue basada en garantizar la liquidez, desconociendo la conclusión de Keynes: "De todas las máximas de la finanza ortodoxa no hay alguna mas antisocial que el fetichismo de la liquidez".

La inversión de los argumentos en la crisis explica que no aparezcan compradores cuando los precios bajan. Por una parte la baja de precios significa una pérdida de riqueza para los intermediarios financieros, por los efectos del ajuste contable de valuación a precios de mercado de los activos a la baja y la consiguiente descapitalización, amplificada por el efecto apalancamiento. A esta tendencia vendedora de los intermediarios se agrega que los participantes del mercado se imitan entre si vendiendo activos, agudizando aún más la contracción.

Por otra parte, el piso en la caída del precio solo lo puede fijar la autoridad pública, en principio para evitar la propagación de la crisis a la economía real (por la vía del Credit Crunch). En agosto de 2007 funcionaba un sistema financiero global regulado por los mercados, cuyo centro estaba en la liquidez de los mercados de capitales, con los grandes bancos como principales agentes (tal vez actores, sea el nombre más adecuado), pero no los únicos, ya que participaban los fondos de pensión (basados en préstamos con garantías), las empresas no financieras mediante sus emisiones de obligaciones y los Estados (mediante los Bonos). Es lo que se llama la "finanzas del mercado", que fue desplazando el financiamiento de los bancos comerciales mediante depósitos de su clientela. A fines de 1980 los depósitos bancarios

representaban el 36% de los activos de las familias de EEUU, disminuyendo al 19% en 2006, y aumentando la participación de activos gestionados por inversores institucionales⁶⁶.

La FED debió conceder préstamos a los bancos de inversión, los Fondos de Mercados monetarios, los fondos administradores de créditos respaldados por garantías, hasta ahora excluidos de la ventanilla de descuentos. El aumento de activos de la FED se ha financiado vendiendo Bonos con fondos provenientes del Tesoro, y con la integración de reservas de los bancos en la FED, que pasan a considerarlo un lugar seguro para mantener la liquidez por parte de los bancos.

A. Orléan culmina señalando: "Pensar la crisis es pensar la euforia, el crac, la liquidez, la depresión de los precios, el papel perverso de la competencia financiera, y su incapacidad a generar contrafuerzas para frenar los desequilibrios. Poner fin a estos mecanismos solo lo puede hacer el poder público, exterior al sistema financiero. No se trata de un problema de transparencia de información, sino del mecanismo de la competencia que incita a los inversores a la ceguera"⁶⁷. Si se comparte el diagnóstico anterior, la burbuja de precios y la burbuja de créditos deben separarse, aunque se explican por la misma lógica de mercado, que no asegura la eficiencia de los mercados inmobiliarios y de crédito, respectivamente.

Final

Si vis pacem para bellum

Si vis vitam para mortem

"Si tu veux de la richesse, prépare la crise"⁶⁸

Según la manera que se les ordene encontramos diferentes modelos explicativos. Aún los modelos más sencillos que se focalizan en una sola causa (como en D2) no pueden prescindir de muchos de dichos temas en la explicación. La jerarquización en términos de su importancia en las relaciones causales define los modelos explicativos que hemos analizado.

⁶⁶ Ver Orléan A. (2009), p.94. Otro ejemplo es el sistema financiero de UK, y la crisis de banco Northern Rock ilustra el modelo bancario emergente de los cambios mencionados antes.

⁶⁷ Ver Orléan A. (2009), parafraseando el primer párrafo de la p.99

⁶⁸ G. Étrillard, comentarios a R. Boyer (2004)p. 239. Agradezco a Marta Labraga las otras dos citas.

Téngase presente que el objetivo fue poner sobre la mesa las tesis en pugna en el Congreso de EEUU, la posición del BPI, y tres enfoques académicos. Y es sobre éste objetivo que se imponen algunas conclusiones.

En primer lugar dos observaciones preliminares. La primera observación refiere a la ausencia de referencias a la industria de la construcción en los enfoques sobre la crisis. En el período 1991-2000 el crecimiento nominal de la construcción fue del 104% (36% en términos reales) y el del PIB del 66% (40% en términos reales). El crecimiento nominal en el período 2000-2010 fue del 9,5% (una contracción real del -32%) y el del PIB fue del 46% (16,7 en términos reales)⁶⁹. Es conocido el impacto de la construcción en el ciclo económico, especialmente por sus impactos en el empleo. El BPI advierte que la salida de crisis exigirá ajustes sectoriales del empleo, debido a las desproporciones generadas en la fase previa, sobre todo en los países donde se observaron las burbujas más importantes (EEUU, Irlanda, España y otros). La segunda observación refiere a la importancia del endeudamiento externo de los EEUU como fuente de financiamiento, pero de las observaciones consideradas debe destacarse el aumento endógeno de financiamiento en el "sistema bancario paralelo" y los riesgosos procesos de titularización.

En segundo lugar, el período 1975-2005 es considerado por muchos autores como una fase particular del capitalismo denominada "neoliberal", y mas recientemente de "financiarización". Una particularidad de esta fase es su modo de regulación macroeconómica, basada en los ajustes que los mercados imponen, en particular en la asignación crediticia, en las paridades cambiarias, en la gestión de la política monetaria, etc. El reconocimiento de los "agentes" financieros y los mercados de capital como el mecanismo más eficiente para la asignación de recursos a escala planetaria prometía prosperidad global. El capital fluiría de las regiones donde su remuneración es baja por su abundancia a las regiones donde su escasez es alta. Ya hace años que R. Lucas⁷⁰ constató con asombro que ello no estaba ocurriendo, y propone la hipótesis de la diferente dotación de capital humano para explicar el hecho. Lo cierto es que la crisis de EEUU ha abierto la puerta a considerar este problema de una manera insospechada, en el núcleo del sistema y del mercado de capitales.

La sospecha que los mercados de capitales líquidos no funcionen como se esperaba por la teoría merece ser considerada con mayor atención a la luz de la crisis. En particular las consecuencias del aumento del riesgo sistémico y los impactos de la ineficiente asignación de recursos en la dinámica de crecimiento. La posibilidad de concentrar recursos en un (o varios) sector de alto riesgo a tasas muy bajas resulta inquietante, si consideramos la manera en que dichos mercados consideran las inversiones intensivas en el uso de recursos naturales.

⁶⁹ Economic Report of the President(2012. Tables B-12, B-13(pp.332-335)

⁷⁰ Lucas, R. (1990)

Hemos visto la particular naturaleza de los activos financieros, con un componente de valorización asociado al retorno del uso de los bienes y recursos subyacentes, y otro asociado a las ganancias de capital por aumento de precios de esos mismos bienes y recursos subyacentes. Por supuesto no son los instrumentos financieros, ni los bienes o recursos los que explican las complejas relaciones financieras que se establecen con ellos. Un ejemplo planteado refiere a las empresas, cuando pasan a ser administradas siguiendo el criterio de valorización bursátil. Si a comienzos del neoliberalismo alentó cierta rebeldía frente a las estructuras y elites burocráticas de la dirección de las empresas y del estado, las elites y estructuras que las suplantaron han mostrado con la crisis que ponen a la sociedad al borde de crisis recurrentes. Este es un serio problema que atraviesa la globalización en todas sus dimensiones.

Este modo de regulación no ha conducido a una crisis mayor porque el régimen de acumulación, sin embargo, sigue estando en manos de las empresas productivas, cuyas ganancias provienen ahora de las inversiones en los países de bajos salarios y la explotación de los recursos naturales. Hasta ahora no ha socavado las bases monetarias, pero es posible que ocurra, como lo atestiguan las batallas periódicas conocidas como “guerras de monedas” o “crisis cambiarias”, para no hablar del caso especialísimo del euro. Es claro que no alcanzará la independencia de los bancos centrales y la generalización del “Inflation targeting” para evitarla. La coordinación de las políticas económicas, solución posible, sin embargo no es fácil de lograr, como muestra el ejemplo de la Unión Europea.⁷¹

Los problemas considerados en los anteriores párrafos conforman el marco macroeconómico necesario para comprender la crisis de EEUU. Ya hemos visto que Randall aporta un enfoque coherente a partir de la experiencia de los EEUU. Un complemento imprescindible es considerar como la lógica financiera que ha exportado, con éxito, al resto del mundo, ha generado la crisis.

No es difícil constatar la situación de EEUU con los problemas que hace poco el FMI consideraba propios de los países latinoamericanos. Se debe repasar el diagnóstico de la institución, así como de las tesis que señalaban la ambición de las clases medias latinoamericanas de querer vivir por encima de sus posibilidades. ¿Pero en vez de culpabilizar a las clases medias, o en esta nueva versión a las familias más pobres que compraron una casa para vivir, no habrán sido esas crisis advertencias tempranas de la ineficiente asignación de recursos del mercado de capitales y su funcionamiento promovido por los EEUU y los organismos internacionales? ¿No habrá que repensar la crisis en el marco de las recomendaciones del Consenso de Washington respecto a las virtudes del mercado de capitales y la extranjerización bancaria, la privatización de

⁷¹ Ver R. Boyer e Y. Saillard (1996), Boyer (1999), Boyer (2000), Boyer (2004), Boyer (2006), M. Aglietta, A. Brender y V. Coudert (1990), M. Aglietta y L. Berrebi (2007), G. Duménil y D. Lévy (2011), D. Foley (2009), F. Chesnais (1996), A. Costas Lapavistas (2012), Kregel (2012).

los sistemas de seguridad social y la conformación de fondos de inversión? Las promesas del capitalismo popular a través de los fondos de ahorro previsional deberán ser evaluadas por parte de sus inversores finales, a saber, millones de trabajadores que deberán considerar los recientes acontecimientos.

Por ello en la segunda parte se han convocado a otros pensamientos sobre las finanzas, el sector financiero y sus agentes. Y del cotejo surge claramente que las posiciones en el debate siguen alineadas en torno a los beneficios sociales que podemos esperar de una gestión de las finanzas por el mercado de capitales. Lo importante es que el debate se plantea con contundencia en los EEUU.

Estas posiciones se pueden definir claramente a partir de la respuesta a la siguiente pregunta: ¿fueron las finanzas de mercado y sus estructuras y comportamientos las causas de la crisis de EEUU en 2008-2009? Es la crisis de EEUU la que lleva al Congreso a formular la pregunta.

El Informe en mayoría (pero puede discutirse), la tesis de L. Randall, de Pasinetti (y D. Foley) y A. Orléan se pueden considerar contribuciones importantes a la positiva. La tesis del BPI (pero puede discutirse), D1, y D2 se alinean en la negativa.

Las aportaciones por la positiva se fundamentan (i) en las estructuras de regulación y supervisión de la industria financiera, (ii) en las especificidades de los activos financieros y del funcionamiento de los mercados, (iii) y en la fragilidad intrínseca que imponen a la dinámica económica.

Las aportaciones a una respuesta negativa nada dicen respecto a que las "finanzas por el mercado" puedan ser causa de ineficiencia. Pero al considerar las causas de la crisis proponen un caso a caso de errores y problemas, que llegan al extremo en el D2, donde es el Gobierno o los reguladores internacionales quienes son responsables de propiciar el auge o detonar la crisis.

Considerando las causas específicas la posición de L. Randall y en cierta medida del informe en Mayoría atribuye a las acciones delictivas ("crímenes de cuello blanco") un papel importante. El tema merece consideración especial y particular. Para abordarlo en su complejidad es preciso considerar la categoría del abuso y del fraude con el foco más potente que aportan las ciencias del derecho y la economía. Los argumentos de Randall son una buena guía, y el trabajo de la Comisión permite detectar innumerables casos.

Por último, la cuestión de la ética (y la naturaleza humana) y la economía no debe descartarse como ajeno al trabajo y al objeto de trabajo de los economistas. Basta considerar las observaciones de Keynes respecto al comportamiento rentista y especulativo, y sus obstáculos al pleno empleo.

Más recientemente los aportes de A. Sen⁷² sobre la injusticia desafían la comodidad de suponer un “agente racional” como la forma más adecuada para comprender los procesos económicos. En esa línea también son importantes los fundamentos que se proponen para explicar la ética heterónoma que surge en las economías mercantiles, tan contradictorias con la ética de la autonomía que Occidente proclama, como señalan Hinkelammert y Mora⁷³. Los economistas no estamos habituados a considerar el funcionamiento habitual de las actividades económicas de nuestras sociedades desde estas perspectivas, pero nos enriquece y aumenta nuestro espíritu crítico (tema que evoca A. Orléan al pensar la crisis). Sobre todo si afrontamos problemas como el de la naturaleza de la moneda y las finanzas en las sociedades, camino iniciado entre otros por M. Aglietta y A. Orléan⁷⁴.

La participación de Brasil y Argentina en los foros internacionales en los que se discuten los temas regulatorios y la adopción de medidas frente a la crisis, como el BPI o el G20 abren un espacio para participar en la toma de decisiones y coordinación de políticas (en particular las regulatorias) a los países del Mercosur. Pensar como cimentar las bases del futuro nos obliga, a los latinoamericanos y en particular a los del Cono Sur a evitar, si esto es posible, los dolorosos procesos de los años ochenta del siglo pasado, y el final de los años noventa y el primer lustro del presente, cuyas rémoras perduran afectando a millones de personas.

Anexo: Los 22 temas de investigación que propone el Congreso para explicar la crisis (las indicadas con * se definen en el Glosario).

- (A) Abusos y fraudes en el sector financiero, incluyendo el sector hipotecario,
- (B) El desempeño de los Reguladores respecto al cumplimiento de las normas regulatorias y la supervisión.
- (C) Los desequilibrios globales de ahorro, flujos internacionales de capital, déficits fiscales de varios gobiernos,
- (D) La política monetaria y la disponibilidad y condiciones de los créditos,
- (E) Las prácticas contables, incluyendo la forma de valuación de los activos y el tratamiento de las actividades no reconocidas en el balance*.
- (F) El régimen impositivo de los productos e inversiones financieros.

⁷² Sen A. (2009, 2010) La idea de la justicia, Taurus.

⁷³ F. Hinkelammert y H. Mora (2009) pp.244- 245 y capítulo 9.

⁷⁴ M. Aglietta y A. Orléan (1982), La violence de la monnaie, PUF, Paris

(G) Los requerimientos de capital y las medidas regulatorias referidas al apalancamiento* y la liquidez, incluyendo la estructura de capital de las entidades financieras reguladas y no reguladas (por las normas y entidades de supervisión).

(H) El papel de la agencias calificadoras de riesgo* en el sistema financiero, incluyendo la confianza de las instituciones financieras y los reguladores federales del sistema financiero en las calificaciones, el uso de la calificación de riesgos en la regulación financiera, y el uso de la calificación de créditos en los mercados de activos titularizados.

(I) Las prácticas crediticias y de titularización*, incluyendo los modelos crediticios* y de transferencias de riesgos*.

(J) Los nexos entre instituciones con depósitos cubiertos por seguros* y las empresas no bancarias con actividades bursátiles, de seguros y de otro tipo.

(K) El concepto de que existen instituciones "muy grandes para quebrar"* y su impacto en las expectativas de mercado.

(L) La administración o gobierno de las empresas (corporate governance)*, incluyendo el impacto de la conversión de empresas con responsabilidad personal frente a los acreedores a las formas de protección de las responsabilidades personales de los accionistas.

(M) Las estructuras de compensación.

(N) Los cambios en las compensaciones para los empleados de las empresas financieras comparadas con las compensaciones de empleados con similar conjunto de capacidades en el mercado laboral.

(O) La estructura legal y regulatoria del Mercado de viviendas de EEUU.

(P) Los "derivados" y productos financieros no regulados y las prácticas asociados a estos instrumentos, incluyendo los credit default swaps (CDA)*.

(Q) La venta en corto plazo (short-selling)*.

(R) La dependencia de las instituciones financieras de los modelos numéricos, incluyendo modelos de riesgo y clasificación de créditos.

(S) La estructura legal y regulatoria de las instituciones financieras, considerando en que medida estas estructuras crean oportunidades para que las instituciones financieras realicen arbitrajes regulatorios*.

(T) Las estructuras legales y regulatorias para inversionistas y deudores hipotecarios.

(U) Las instituciones financieras y empresas patrocinadas por el Gobierno*.

(V) La calidad del compromiso (due diligence*) en la gestión de las instituciones financieras.

Glosario

Agencias calificadoras de riesgo: son empresas que por cuenta de un cliente califican los activos financieros emitidos por empresas y estados (la deuda soberana). Las tres más grandes calificadoras son Standards and Poor's, Moody y Fitch. La clasificación (AAA, AA+, etc) comprende dos grandes categorías, "investment grade", y el resto a veces denominado "high yield".

Apalancamiento o leverage es el ratio entre el capital propio y la deuda contraída en una operación financiera. En el caso de los bancos el ratio se calcula en base a los datos de balance. Al reducir el capital propio aumenta la rentabilidad obtenida respecto al capital. Pero también aumentan los riesgos de insolvencia ya que las pérdidas pueden ser significativas respecto al capital invertido.

Arbitraje regulatorio. En EEUU se desarrollaron las titulaciones llamadas "sintéticas", en las cuales las empresas financieras no venden los créditos (permanecen en sus balances), pero el riesgo se transmite a través de instrumentos denominados CDS (credit default swap). Con los CDS, hay otra entidad aseguradora denominada monoline que asume el riesgo de impago de las hipotecas titulizadas, a cambio del cobro de un pago. Si bien los préstamos se quedaban en el balance del banco y no proveía de liquidez permitía el "arbitraje regulatorio", que consiste en transferir el riesgo y deducir los activos del cálculo del capital mínimo exigido por la ley.

BPI Banco de Pagos Internacionales. Fundado en 1930, se lo define como el banco central de los bancos centrales de las principales economías del planeta. Tiene su sede en Basilea (Suiza), y en su órbita funcionan diferentes comités, entre los cuales el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

Credit Default Swaps (CDS), o Swaps de incumplimiento crediticio son un tipo de derivados. En este caso se trata de un contrato bilateral en que el comprador se compromete a realizar una serie de pagos en el tiempo y el vendedor a cubrir parte o el total del crédito en caso de que este no sea cancelado.

Collateralised Debt Obligation (CDO) son instrumentos financieros que cuentan como garantía las deudas (por ejemplo las hipotecas).

Corporate governance: la manera mediante la cual las empresas son dirigidas y controladas. Comprende los mecanismos de mercado y regulatorios, las relaciones entre la dirección, gerencia, accionistas y propietarios y los principios de administración que rigen las relaciones con el personal, proveedores, acreedores y la comunidad.

Departamento del Tesoro de los EEUU (United State Department Treasury) tiene a cargo administrar el tesoro público de EEUU. Creado en 1789, es responsable de la recaudación (impuestos, tarifas y aranceles, etc) y pago de las deudas del Estado. Es responsable de la política fiscal, del Presupuesto y la Deuda Pública.

Derivados: son contratos financieros en que dos partes acuerdan un procedimiento que permite a una de las partes cubrirse de un riesgo mediante una serie de pagos en el tiempo (primas) y el vendedor se compromete a entregar en el futuro el valor de un activo de referencia

subyacente como por ejemplo, acciones, tipos de interés, precios de materias primas, valores de renta, índices bursátiles. La sigla OTC proviene del inglés "Over The Counter" e indica que la negociación de estos instrumentos financieros es no oficial, fuera del ámbito de mercados regulados por los Gobiernos. Los derivados de crédito son contratos financieros bilaterales en que una de las partes busca cubrirse del riesgo de crédito de un determinado instrumento y transferirlo a la contraparte a cambio del pago de una prima periódica. Los riesgos cubiertos por un derivado de crédito (el impago de la deuda original) corresponde a acontecimientos definidos en el contrato: como la quiebra, la liquidación, falta de pago por la entidad de referencia, degradación de la calificación de la empresa por las agencias de calificación. La estandarización de estos contratos le da liquidez a los instrumentos, existiendo referencias como las que recomienda la Internacional Swaps and Derivatives Association, que establecen un marco legal para la negociación de este tipo de productos. Los derivados de crédito más comunes son los Credit Default Swap (CDS) y los Equity Default Swap (EDS).

Due diligence: implica investigar y evaluar una empresa previa a su compra o firma de un contrato.

FED (Federal Reserve System) es el Banco Central del sistema bancario de EEUU. La Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal es una agencia gubernamental independiente, sujeta a la Ley de Libertad de Información. Las decisiones de la Junta no tienen que ser aprobadas por el Presidente o por alguna persona de la rama ejecutiva o legislativa del gobierno, no recibe dinero del Congreso, y su mandato tiene una duración que abarca varios gobiernos y legislaturas. El presidente de la junta es independiente, aunque puede ser destituido por el presidente según lo establecido en la sección 242, Título 12, del Código de Estados Unidos. El Sistema de Reserva Federal fue creado el 23 de diciembre de 1913 por la Ley de Reserva Federal.

FDCIC (Federal Deposit Insurance Corporation) entidad responsable del seguro de depósitos en EEUU. Mas de 7700 instituciones con seguros de depósitos hasta U\$250.000 por depositante. Fue creada en la Ley Glass-Steagall de 1933.

Fondos: algunos tipos de fondos financieros y sus denominaciones en inglés: Fondos de inversión (Mutual funds (EE.UU.), Investment funds (R.U.)), Fondos de inversión mobiliaria (FIM) (Stock investment funds, Security investment fund), Fondos de inversión inmobiliaria (Real estate investment funds, Securities investment fund, Mutual fund), Fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) (Money market investment funds, Money market mutual fund), Fondo de pensiones (Pension fund, Retirement fund, Superannuation fund), Fondos del Tesoro (Treasury's Fund).

Fuera del balance, en inglés "off balance sheet" representa activos o deudas que no figuran en el balance.

Government-sponsored enterprises (GSE, en inglés) designan en EEUU a un grupo de corporaciones de servicios financieros creadas por el Congreso de esa nación con el fin de aumentar el flujo de créditos a determinados sectores de la economía estadounidense. En 1932, con la creación de los Federal Home Loan Banks (bancos federales de préstamo de vivienda), las GSE iniciaron sus operaciones en el segmento del financiamiento de viviendas. Las dos GSE más conocidas dedicadas al financiamiento de vivienda son Fannie Mae y Freddie Mac, y fueron hasta el año 2008 compañías de propiedad privada pero de constitución pública. Aunque los activos financieros que emiten las GSE no tienen una garantía crediticia explícita por parte del Gobierno de los Estados Unidos, los inversores consideran que cuentan con la "garantía implícita" de que el Gobierno no permitirá que estas instituciones quiebren o declaren una moratoria de su deuda. En setiembre de 2008 el Gobierno de EEUU las colocó bajo su tutela pero evitó su quiebra.

Hipoteca subprime, hipoteca Alt-A e hipotecas no tradicionales (NTM): Las subprime son préstamo hipotecario a deudores con problemas de solvencia. Hasta 1990 no podía acceder a la vivienda sino a través de la FHA, una agencia del gobierno especializada en deudores sin acceso a financiamiento. Una hipoteca Alt-A es una hipoteca deficiente en sus términos: como las hipotecas reajustables por tasa de interés (ARM en inglés), falta de documentación acerca del prestatario, requerir solo el pago de intereses, o ser concedida a alguien que ocupa la casa pero no es prominente propietario. Otra deficiencia es el alto nivel de los préstamos en relación al valor de la vivienda (LTV), o su equivalente conocido como bajo nivel de downpayment o entrega al contado. Estas hipotecas no tradicionales (NTM) fueron claves en el crecimiento de los préstamos hipotecarios, ya que permitieron minimizar el pago inicial. El mercado de subprimes, comprende a las hipotecas de este tipo, así como el mercado de activos financieros que eran respaldado por las mismas, como los MBS (Mortgage Backed Securities, o Activos Financieros respaldados por Hipotecas), y los PMBS (Activos financieros Privados respaldados por hipotecas).

Hipotecario, mercado. El Mercado primario de hipotecas es donde se realizan las hipotecas originales, en el que participan los brokers, bancos, savings and loans y otros intermediarios. Luego de generadas las hipotecas en este Mercado, las mismas se venden en los mercados secundarios, generalmente como partes de nuevos activos financieros, denominados MBS (mortgage-backed security), ABS (asset-backed security), CDO (collateralized debt obligation). Es un mercado más líquido y grande que el anterior. Los participantes en el mercado secundario pueden ser Fondos de pensión, Compañías de Seguros, Fondos de protección de riesgos (Hedge Funds) u otros.

Originate-to-distribute: es un modelo de gestión de los intermediarios financieros orientados a generar préstamos para luego venderlos a inversores interesados mediante la titularización. Ventaja es la capacidad para distribuir los riesgos al tiempo que diversifica las fuentes de ingreso de los bancos. El modelo supone varias partes: al comienzo de la cadena se encuentran los que reciben comisiones por generar las hipotecas. Los bancos se encuentran en el

centro de la titularización y basan sus ganancias en la venta y distribución de los préstamos (packaging). Al final de la cadena se encuentran los inversores, que pueden depositar la confianza en el juicio de las calificadoras de riesgo y la capacidad de diversificación de los mismos. El modelo opuesto es el modelo «hold-to-maturity», es decir que la institución financiera mantiene el préstamo hasta su madurez (o sea su cancelación por pago o refinanciación).

Repo y tri-party repo: Un **repo** es una venta de un activo con compromiso de recompra en fecha posterior. Vea también venta corta (short-selling). Un tri-party repo refiere a un tercero que puede ser un Banco o una organización de clearing que actúa como intermediario entre las dos partes que acuerdan el repo. En EEUU The Bank of New York Mellon y JP Morgan Chase se especializaban en estas actividades, estimándose un volumen de transacciones de U\$S 2,8 billones en 2008.

Riesgo: se entiende como riesgo la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias financieras negativas para el poseedor de un activo financiero. Los desarrollos en las finanzas permiten considerar los efectos vinculados a variaciones en las tasas de interés (riesgo de interés), a las variaciones cambiarias (riesgo cambiario), a las variaciones de precios de los activos (riesgo de mercado), al riesgo de liquidez (o la dificultad de contar con fuentes de financiamiento a tiempo), riesgo operacional, riesgo país o soberano, y riesgo sistémico, este último no posible de transferencia hasta el presente, y casi por definición del mismo.

Risk repricing o “risk based repricing”, es el proceso de corrección de la percepción de riesgo de los activos financieros. Como riesgo y retorno van juntos, el repricing se asocia a un aumento o disminución de los spreads de rendimiento. La idea básica es que diferentes activos financieros tienen diferentes niveles de riesgo, y que los activos más riesgosos ofrecen rendimientos más altos. El riesgo de mantener o vender un activo financiero depende de varios factores (precio, liquidez para su venta o compra, la performance histórica, expectativas de rendimiento y precio en el futuro, etc.).

SEC (Securities and Exchange Commission) es una agencia independiente del Gobierno encargada de vigilar el cumplimiento de las regulaciones federales y de la regulación de la industria de activos financieros cotizados en bolsa, opciones y otros mercados electrónicos. Fue creada en 1934.

Sistema bancario paralelo o “shadow-banking” hace referencia a las actividades financieras llevadas a cabo por entidades financieras no bancarias que generan apalancamiento y/o participación en actividades de transformación de vencimientos y liquidez. De este modo, pese a estar sujetos a marcos de regulación diferentes, los bancos tradicionales y las entidades del sistema paralelo operan en un mismo ámbito de actividad. La banca del sistema paralelo existe por razones históricas e institucionales, así como por la rapidez a la que avanza la especialización y la innovación financiera, factores todos ellos que han incrementado el atractivo de llevar a cabo determinados tipos de intermediación financiera por fuera del sistema bancario tradicional. En

condiciones económicas normales, esta banca “en la sombra” potencia la capacidad de recuperación del conjunto del sistema financiero al ofrecer una serie de productos financieros únicos y una gama de vehículos que les permiten gestionar los riesgos de crédito, liquidez y vencimiento. Sin embargo, en ausencia de las necesarias salvaguardas de carácter prudencial, esta otra banca también genera riesgos que pueden incidir negativamente en la estabilidad financiera”, tomado del 82 Informe Anual del BIS, p.76.

SIV (Structured Investment Vehicles). Se trata de un fondo que evita a los bancos la obligación de integrar capital, destinado a la inversión en títulos de largo plazo de poca liquidez, como los CDO o MBS. Estos fondos se financian bajo la forma de ABCP (Asset Backed Commercial Paper) de una madurez de 90 días y Notas de mediano plazo (MTN) de mayor plazo.

Titularización es el proceso financiero consistente en la creación de activos financieros basados en otros activos financieros. Ver derivados, CDS, CDO, hipotecas subprime, originate to distribute.

Too big to fail ("demasiado grande para caer") describe la situación de las instituciones financieras cuya quiebra afectaría a otras instituciones contrapartes con consecuencias sistémicas que hace necesario rescatar para evitar dicho riesgo. Como contrapartida se genera el riesgo moral de la toma de riesgos por parte de las instituciones confiando en el salvataje estatal.

Venta corta (del inglés short selling) consiste en la venta de activos financieros tomados en préstamos de un tercero con la intención de comprarlos (los mismos activos u similares) posteriormente para su devolución.

Referencias

Acharya V., T. Phillippon, M. Richardson and N. Rubini (2009) A Bird's-Eye View. The Financial Crisis of 2007-2009. Causes and Remedies.

Adrian, T y H.S.Shin (2008): “Liquidité et contagion financière” en Revue de la Stabilité Financière, Banque de France.

Aglietta M. y A. Orléan (1982), La violence de la monnaie, PUF, Paris

Aglietta M. y A. Rebérioux (2004) Dérives du capitalisme financier, Albin Michel, Paris.

Aglietta M. y L. Berrebi (2007) Désordres dans le capitalisme mondial. Ed. Odile Jacob

Aglietta M., A. Brender y V. Coudert (1990) Globalisation financière: l'aventure obligée. CEPII, Economica, Paris.

Artus P., J.P. Bethèze, Ch.de Boissieu et G. Capelle-Blancard (2008) “La crise des subprimes”. Conseil D'Analyse Economique. La Documentation Française.

Boyer R. e Y. Saillard (1996): Teoría de la regulación: estados de los conocimientos. CBC, UBA. Bs.As.

Boyer, R. (1999) “Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización”, en Revista CEPAL 89.

- Boyer, R. (2000) "The Political in the Era of Globalisation and Finance: Focus on Some Régulation School Research", International Journal of Urban and Regional Research.
- Boyer, R. (2006) Capitalism strikes back: why and what consequences for social sciences? Paris-Jourdan Sciences Economiques.
- Boyer, R., M. Dehove et D. Plihon (2004) Les crises financières: analyse et propositions,"Conseil D'Analyse Economique. La Documentation Francaise.
- BPI Informe Anual 2000, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.
- Chesnais F. (1996) La mondialisation financière. Ed. Syros.
- Duménil G. y D. Lévy (2011) The Crisis of the Early 21st Century: Marxian perspectives. CNRS, Paris.
- Economic Report of the President (2012) US Government Printing Office, Washington, 2012.
- Eichengreen B (2008) "Dix questions à propos de la crise des prêts subprime", en Revue de la Stabilité Financière , Banque de France.
- Financial Crisis Inquiry Report (The) (2011). Final Report of the National Commision on the causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Official Government Edition, January 2011.
- Foley D. y T. Michl (1999) Growth and Distribution, Harvard University Press.
- Foley D, (2010) The Anatomy of Financial and Economic Crisis.
- Goodhart Ch. (2011) Europe: After the Crisis DSF Policy Paper, No. 18
- Hannoun, H. (2008) Policy lessons from the recent financial market turmoil. BIS.
- Hinkelammert F. y H. Mora (2009) Hacia una economía para la vida. Preludio a una reconstrucción de la economía, Proyecto Justicia y Vida, Casa de amistad Colombo Venezolana, Compromiso, Bogotá.
- Ingves, S. (2012) Financial crises and financial regulation-thoughts after five turbulent years. BIS.
- Keynes J.M. (1936, 1980) Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Fondo de Cultura Económica, México.
- Kindleberger Ch. (1973,1985) La crisis económica 1929-1939. Ed. Crítica, Barcelona.
- Kindleberger Ch. (1991) Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras, Ed. Ariel. Bs.As.
- Kregel J. (2011) Debtors' crisis or creditors's crisis? Who pays for the European sovereign and subprime mortgage losses? Public Policy Brief No.12. Levy Economics Institute of Bard College.
- Lapavistas C. (2010) Financialisation and capitalist accumulation: Structural accounts of the crisis of 2007-9, School of Oriental and African Studies, University of London, Research on Money and Finance.
- Lapavistas V, A. Kaltenbrunner, D.Lindo, J.Meadway, J.Michel, J.P. Paineira, E.Pires, J.Powell, A. Stenfors, N. Teles, L. Vatikiotis (2011) Breaking-up? A route out of the Eurozone crisis. R.M.F. Occasional Report 3.
- Lucas, R.E. (1990) "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? "The American Economic Review, Vol. 80, No. 2.
- Orléan, A (2009) De l'euphorie à la panique: penser la crise financière. CEPREMAP, Editions Rue D'Ulm, Paris.
- Orléan, A (2004) "Efficiency, finance comportementale et convention: une synthèse théorique" en Conseil D'Analyse Economique. La Documentation Francaise.
- Pasinetti, L (1985) Cambio estructural y crecimiento económico. Ed. Pirámide, Madrid.
- Pasinetti L. (2010) Reminiscenze cantabrigensi e la presente crisi económica. Lectio Brevis presentato all'Accademia Nazionale dei Lincei il 12 marzo 2010, pp.697-714.

Randall Wray L. (2012) Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future. Working Paper No.711. Levy Economics Institute. Annandale-on-Hudson.

Sen A. (1970, 1989) Economía del crecimiento. "Introducción", Fondo de Cultura Económica, México, pp.9-13.

Sen A. (2009, 2010) La idea de la justicia, Taurus.

Tobin J. (1955, 1989) "Un modelo dinámico agregado" en Economía del crecimiento (1970, 1989) Ed. A. Sen, Fondo de Cultura Económica, México, pp225-241.